



VYSOKÉ UČENÍ TECHNICKÉ V BRNĚ

BRNO UNIVERSITY OF TECHNOLOGY

FAKULTA PODNIKATELSKÁ

FACULTY OF BUSINESS AND MANAGEMENT

ÚSTAV FINANCÍ

INSTITUTE OF FINANCES

**STANOVENÍ HODNOTY OBCHODNÍHO ZÁVODU
VÝNOSOVOU METODOU**

VALUATION OF THE FIRM BY USING INCOME CAPITALIZATION APPROACH

DIPLOMOVÁ PRÁCE

MASTER'S THESIS

AUTOR PRÁCE

AUTHOR

Bc. Lucie Jarošová

VEDOUCÍ PRÁCE

SUPERVISOR

Ing. Michal Karas, Ph.D.

BRNO 2018

Zadání diplomové práce

Ústav: Ústav financí
Studentka: **Bc. Lucie Jarošová**
Studijní program: Ekonomika a management
Studijní obor: Účetnictví a finanční řízení podniku
Vedoucí práce: **Ing. Michal Karas, Ph.D.**
Akademický rok: 2017/18

Ředitel ústavu Vám v souladu se zákonem č. 111/1998 Sb., o vysokých školách ve znění pozdějších předpisů a se Studijním a zkušebním řádem VUT v Brně zadává diplomovou práci s názvem:

Stanovení hodnoty obchodního závodu výnosovou metodou

Charakteristika problematiky úkolu:

Úvod
Cíle práce a metody zpracování
Teoretická východiska ohodnocení obchodního závodu
Strategická a finanční analýza obchodního závodu
Prognóza generátorů hodnoty
Návrh finančního plánu
Náklady kapitálu
Návrh výsledného ocenění
Závěr
Seznam použité literatury
Přílohy

Cíle, kterých má být dosaženo:

Cílem práce je stanovit hodnotu obchodního závodu s použitím metody DCF entity. Za tímto účelem provede studentka finanční analýzu za posledních 5 let, dále strategickou analýzu a sestaví finanční plán, provede odhad diskontní sazby a sestaví výsledné ohodnocení.

Základní literární prameny:

KISLINGEROVÁ, E. Oceňování podniku. 2., přeprac. a dopl. vyd. Praha: C.H. Beck, 2001. C.H. Beck pro praxi. ISBN 80-717-9529-1.

KRABEC, T. Oceňování podniku a standardy hodnoty. Praha: Grada Publishing, 2009. 264 s. ISBN 978-247-2865-0.

MAŘÍK, M. a kol. Metody oceňování podniku - proces ocenění, základní metody a postupy. 3. vyd. Praha: Ekopress, 2011. 494 s. ISBN: 978-80-86929-67-5.

MAŘÍKOVÁ, P. a M. MAŘÍK. Diskontní míra pro výnosové oceňování podniku. 1. vyd. Praha: IOM-VŠE, 2007. 242 s. ISBN: 978-80-245-1242-6.

SEDLÁČKOVÁ, H. a K. BUCHTA. Strategická analýza. 2., přeprac. a dopl. vyd. V Praze: C.H. Beck, 2006. ISBN 80-717-9367-1.

Termín odevzdání diplomové práce je stanoven časovým plánem akademického roku 2017/18

V Brně dne 1.3.2018

L. S.

doc. Ing. Vojtěch Bartoš, Ph.D.
ředitel

doc. Ing. et Ing. Stanislav Škapa, Ph.D.
děkan

Abstrakt

Diplomová práce se zaměřuje na stanovení hodnoty obchodního závodu Agados, spol. s r. o. Pro účely ohodnocení je využito dvou výnosových metod, konkrétně metody DCF entity a metody EVA entity. V teoretické části je popsána problematika ohodnocování včetně souvisejících oblastí. Následuje představení společnosti a aplikace teoretických poznatků na obchodní závod Agados, spol. s r. o. Práce obsahuje strategickou a finanční analýzu a jednotlivé kroky pro aplikaci výnosových metod, jako je návrh finančního plánu a návrh nákladů kapitálu. Výstupem je konkrétní výsledné ohodnocení na základě výnosových metod pro účely obchodního závodu.

Abstract

The thesis focuses on setting the financial value of company Agados Ltd. Two valuation methods, to be specific the methods DCF and EVA entity, have been used to value the company. The theoretical part deals with the issues of valuation and related areas. Subsequently, the company and the application of theoretical knowledge on Agados Ltd. are described. This work also contains strategic and financial analysis, individual steps for application of the income valuation method such as the proposal of a financial plan and capital expenses. The outcome of this thesis is the final valuation, for the needs of commercial establishment Agados Ltd., which is based on the income valuation method.

Klíčová slova

Ohodnocení, obchodní závod, kategorie hodnoty, strategická analýza, finanční analýza, generátory hodnoty, finanční plán, průměrné vážené náklady kapitálu (WACC), výnosové metody ohodnocení, metoda diskontovaných peněžních toků (DCF), metoda ekonomické přidané hodnoty (EVA)

Key words

valuation, commercial establishment, value category, strategic analysis, financial analysis, value drivers, financial plan, weighted average cost of capital (WACC), income valuation method, Discounted Cash Flow method (DCF), Economic Value Added method (EVA)

BIBLIOGRAFICKÁ CITACE

JAROŠOVÁ, L. *Stanovení hodnoty obchodního závodu výnosovou metodou*. Brno: Vysoké učení technické v Brně, Fakulta podnikatelská, 2018. 163 s. Vedoucí diplomové práce Ing. Michal Karas, Ph.D.

ČESTNÉ PROHLÁŠENÍ

Prohlašuji, že předložená diplomová práce je původní a zpracovala jsem ji samostatně. Prohlašuji, že citace použitých pramenů je úplná, že jsem ve své práci neporušila autorská práva (ve smyslu Zákona č. 121/2000 Sb., o právu autorském a o právech souvisejících s právem autorským).

V Brně dne 16. května 2018

.....

Lucie Jarošová

PODĚKOVÁNÍ

Tímto bych ráda poděkovala vedoucímu své diplomové práce Ing. Michalovi Karasovi, Ph.D. za ochotu, poskytnuté cenné rady, důležité připomínky a čas, který mi věnoval. Dále bych chtěla poděkovat společnosti Agados, s r. o. za spolupráci a poskytnuté údaje a zejména panu Ing. Petru Ostrému za vstřícnost a cenné informace. Na závěr bych ráda poděkovala své rodině za podporu během celého studia.

OBSAH

ÚVOD	12
CÍLE PRÁCE A METODY ZPRACOVÁNÍ	14
1 TEORETICKÁ VÝCHODISKA PRÁCE	15
1.1 Definice obchodního závodu.....	15
1.2 Hodnota obchodního závodu.....	16
1.2.1 Hladiny hodnoty obchodního závodu	17
1.2.2 Kategorie hodnoty.....	18
1.3 Postup při odhadu hodnoty.....	22
1.4 Strategická analýza.....	22
1.4.1 PEST analýza.....	23
1.4.2 Porterův model pěti sil	25
1.4.3 SWOT analýza.....	27
1.4.4 McKinsey 7S.....	27
1.4.5 Prognóza vývoje trhu	29
1.5 Analýza finančního zdraví obchodního závodu	29
1.5.1 Analýza základních účetních výkazů.....	30
1.5.2 Absolutní ukazatele.....	31
1.5.3 Analýza poměrových ukazatelů	31
1.5.4 Analýza rozdílových ukazatelů.....	38
1.5.5 Souhrnné ukazatele	39
1.6 Provozně potřebná a nepotřebná aktiva	41
1.7 Provozně nutný investovaný kapitál	41
1.8 Korigovaný provozní výsledek hospodaření.....	42
1.9 Generátory hodnoty obchodního závodu	42
1.9.1 Tržby a jejich růst	42

1.9.2	Marže korigovaného provozního zisku.....	44
1.9.3	Investice do pracovního kapitálu	45
1.9.4	Investice do dlouhodobého provozně nutného majetku	46
1.9.5	Předběžné ohodnocení pomocí generátorů hodnot.....	47
1.10	Finanční plán	47
1.11	Výnosové metody ohodnocení	48
1.11.1	Metoda diskontovaného peněžního toku (DCF).....	49
1.11.2	Metoda ekonomické přidané hodnoty.....	55
1.11.3	Vztah mezi metodou EVA a metodou DCF	58
1.11.4	Diskontní míra	58
1.11.5	Průměrné vážené náklady kapitálu (WACC).....	59
2	PŘEDSTAVENÍ SPOLEČNOSTI AGADOS, spol. s r. o.	62
3	STRATEGICKÁ ANALÝZA	65
3.1	Analýza vnějšího prostředí.....	65
3.1.1	PEST analýza.....	65
3.2	Analýza vnitřního prostředí.....	77
3.2.1	Porterův model pěti sil.....	77
3.2.2	McKinsey 7S.....	79
4	FINANČNÍ ANALÝZA	84
4.1	Absolutní ukazatele.....	84
4.1.1	Vertikální analýza a horizontální analýza aktiv.....	84
4.1.2	Vertikální a horizontální analýza pasiv	89
4.1.3	Vertikální a horizontální analýza výkazu zisku a ztráty	92
4.2	Poměrové ukazatele	96
4.2.1	Ukazatele likvidity	96
4.2.2	Ukazatele rentability	99

4.2.3	Ukazatele aktivity	101
4.2.4	Ukazatele dlouhodobé finanční rovnováhy	103
4.3	Rozdílové ukazatele	106
4.4	Souhrnné ukazatele	107
4.4.1	Altmanův model	107
4.4.2	Index IN05	108
5	SWOT MATICE.....	110
6	ROZDĚLENÍ MAJETKU	112
7	ANALÝZA A PROGNÓZA GENERÁTORŮ HODNOTY.....	114
7.1	Prognóza tržeb.....	114
7.2	Prognóza ziskové marže.....	120
7.3	Investice do pracovního kapitálu a dlouhodobého majetku.....	122
7.3.1	Investice do pracovního kapitálu	122
7.3.2	Investice do dlouhodobého majetku	124
8	PŘEDBĚŽNÉ OHODNOCENÍ POMOCÍ GENERÁTORŮ HODNOTY	128
9	NÁVRH FINANČNÍHO PLÁNU	131
9.1	Plánovaný výkaz zisku a ztráty	131
9.2	Plánovaná rozvaha	132
9.3	Plánovaný přehled o peněžních tocích.....	134
10	NÁVRH NÁKLADŮ KAPITÁLU	138
10.1	Náklady na cizí kapitál	138
10.2	Náklady na vlastní kapitál	138
10.3	Průměrné vážené náklady kapitálu (WACC)	140
11	NÁVRH VÝSLEDNÉHO OHODNOCENÍ OBCHODNÍHO ZÁVODU.....	142
11.1	Metoda DCF entity	142
11.2	Metoda EVA entity.....	144

ZÁVĚR	147
SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY	148
SEZNAM ZKRATEK	155
SEZNAM TABULEK	158
SEZNAM GRAFŮ	161
SEZNAM OBRÁZKŮ.....	162
SEZNAM PŘÍLOH.....	163

ÚVOD

Tato diplomová práce se zabývá stanovením hodnoty obchodního závodu. Pokud se ohlédneme několik let nazpět, lze si všimnout, že došlo k zásadním změnám jak ve společnosti, tak v ekonomice. Tyto změny je možné pozorovat počínaje rokem 1991, kdy byla zahájena ekonomická reforma, která postupně přeměnila centrálně řízenou ekonomiku v ekonomiku tržní. Ta měla za následek prudký nárůst inflace, kterou se však podařilo opět snížit a tak stabilizovat ekonomické prostředí. Docházelo k liberalizaci finančních trhů, prohlubování směnitelnosti měny, změnám v legislativní oblasti a masivní privatizaci státního majetku. Důsledkem toho získává podnik, respektive obchodní závod, zcela novou roli – snaha o zvyšování své hodnoty [1].

Problematika ohodnocování obchodního závodu je v současné době stále velmi aktuální a pravděpodobně i nadále bude. Zejména z pohledu investora je nezbytné, aby měl povědomí o tom, jakou hodnotu společnost, do které chce nebo již investoval, má, a jak se pravděpodobně bude dále vyvíjet. Odhad hodnoty je však vhodný také pro vlastníky firmy, případně management a stejně tak pro věřitele.

Vzhledem k tomu, že se diplomová práce zabývá odhadem hodnoty obchodního závodu, je na místě uvést zákoutí terminologie vyskytující se u této problematiky v České republice. Proto místo hojně používaného termínu „oceňování“ je používáno termínu ohodnocování, který vhodněji vystihuje proces, kdy je odhadována hodnota pro obecné tržní transakce soukromoprávní povahy, zatímco oceňování souvisí primárně se stanovením ceny pro konkrétní účel, tj. zejména s daňovou regulací, a nikoli s odhadem hodnoty. Nutno říci, že v podmínkách České republiky i přes snahu využívat v maximální míře tržních dat většinou nebude výsledkem tržní hodnota, která by odpovídala definičnímu vymezení tohoto pojmu v Mezinárodních oceňovacích standardech [3].

V České republice jsou ocenění obvykle prováděná ve formě znaleckých posudků. Vymezení obchodního závodu pro účely ohodnocení nemusí být záležitost jednoduchá, ani jednoznačná. Je třeba jej chápat jako věc hromadnou. V podmínkách České republiky neexistuje žádný zákon nebo předpis, který by byl při ohodnocování obchodního závodu obecně závazný, až na výjimky typu oceňování v rámci zákona o konkurzu a vyrovnaní apod. Při ohodnocování je tedy nutné opírat se zejména o ekonomickou teorii [2], [3].

Co se týče struktury diplomové práce, ta je rozdělena do několika částí, nejprve je zmíněna teorie z oblasti ohodnocování obchodního závodu. Tato část se zabývá základními pojmy souvisejícími s ohodnocováním, které jsou nezbytné pro vypracování samotného odhadu hodnoty obchodního závodu. Jsou zde rozebrány analýzy, které jsou použity v další části práce, stejně jako metody, na základě kterých je provedeno samotné ohodnocení. Druhou část pak tvoří představení vybraného obchodního závodu spolu s jeho analýzou, tj. strategickou analýzou a analýzou finančního zdraví. Na závěr je přistoupeno k samotnému ohodnocení obchodního závodu pomocí dvou výnosových metod ohodnocení. Toto ohodnocení je zejména pro vlastníky společnosti, nabízí se například možnost využití v případě žádosti o potenciální úvěr. S tím také souvisí příslušná kategorie hodnoty. V tomto případě je cílem ohodnocení obchodního závodu objektivizovaná hodnota.

CÍLE PRÁCE A METODY ZPRACOVÁNÍ

Cílem práce je odhadnout hodnotu obchodního závodu s použitím metody DCF entity. Dílčím cílem je sestavit strategickou analýzu a provést finanční analýzu za posledních 5 let. Dále sestavit finanční plán, provést odhad diskontní sazby a sestavit výsledné ohodnocení.

Metody zpracování

Pro zpracování diplomové práce bylo zvoleno několik metod. Z obecně teoretických metod byla zvolena analýza, syntéza a komparace. Analýza je myšlenkové rozložení zkoumaného jevu na dílčí složky, které se dále analyzují. Syntéza je naopak myšlenkové spojení jednotlivých částí v jeden celek. Sledují se vzájemné podstatné souvislosti mezi jednotlivými složkami jevu či objektu, díky čemuž je možné snadněji odhalit vnitřní zákonitosti fungování a vývoje jevu či objektu bádání. Metoda komparace umožňuje při srovnání stanovit shodné a rozdílné stránky různých předmětů, jevů, úkazů či ukazatelů. Z oblasti metod vědeckého postupu byly zvoleny 3 metody. Metoda analyticko-syntetická, kdy je nutné nejprve pozorovat celek, aby bylo možné získat celkový přehled, a následně je třeba jej rozložit na části a prvky, přičemž je nutné vyloučit vše nepodstatné a vedlejší, tím lze získat přehled o struktuře. Je nutné zjistit funkce prvků jako jednotlivých objektů i v celku. Identifikují se vzájemné vztahy a vzájemné působení podstatných částí a opět je sestaven celek, který je porovnán s podobným celkem. Dále byla použita historická metoda, podle níž je nutné pozorovat nejstarší vývoj předmětu či jevu a vysvětlit vývojové mezistupně a naznačit vývojové tendence. Zkoumat konečný stav a zhodnotit celý vývojový proces a vyvodit závěry. Logicko-systematická metoda, která byla v práci také použita, říká, že je nutné na základě výchozí situace vybrat a znázornit základní prvky a jevy, připojit nová fakta, vysvětlit a analyzovat. Je třeba vytvořit závěry a analýzy faktů, připojit další fakta a závěry, dokud nebude dosaženo v postupném zpracování hledaného cíle [4], [5].

1 TEORETICKÁ VÝCHODISKA PRÁCE

Aby mohla být společnost ohodnocena, je nutné znát problematiku ohodnocování a vše, co s ní souvisí. Proto je nezbytné seznámit se se základními pojmy a celkovou oblastí ohodnocování. Tato část práce se zabývá tím, co vůbec obchodní závod je a jak jej lze chápat, jednotlivými typy analýz, které je nutno provést. Dále zahrnuje metody ohodnocování, které jsou použity při ohodnocování konkrétního obchodního závodu.

1.1 Definice obchodního závodu

Vzhledem k tomu, že tato práce je zaměřena na ohodnocování obchodního závodu, je vhodné si vymežit, co si pod pojmem obchodní závod lze představit. V literatuře nalezneme nepřeberné množství různých definic. Pro ohodnocování má největší význam pojetí obchodního závodu tak, jak jej definoval starý obchodní zákoník [2].

Obchodní zákoník definoval obchodní závod, tehdy označován jako podnik, následujícím způsobem: „*Podnikem se pro účely tohoto zákona rozumí soubor hmotných, jakož i osobních a nehmotných složek podnikání. K podniku náleží věci, práva a jiné majetkové hodnoty, které patří podnikateli a slouží k provozování obchodního závodu nebo vzhledem k své povaze mají tomuto účelu sloužit*“ [[6], § 5].

Obchodní zákoník však upravoval oblast obchodního práva v letech 1992 – 2013, v souvislosti s přijetím nového občanského zákoníku byl nahrazen od 1. 1. 2014 zákonem o obchodních korporacích. Některá právní úprava však byla přesunuta do NOZ a zákon o obchodních korporacích se tak zaměřuje zejména na úpravu obchodních společností a družstev [7].

NOZ nezná pojem podnik, nicméně místo tohoto označení pracuje s pojmem obchodní závod, který je definován v § 502 takto: „*Obchodní závod (dále jen "závod") je organizovaný soubor jmění, který podnikatel vytvořil a který z jeho vůle slouží k provozování jeho činnosti. Má se za to, že závod tvoří vše, co zpravidla slouží k jeho provozu*“ [[8], § 502].

Pro úplnost je zde uvedena i definice dle NOZ týkající se vymezení podnikatele:

„Kdo samostatně vykonává na vlastní účet a odpovědnost výdělečnou činnost živnostenským nebo obdobným způsobem se záměrem činit tak soustavně za účelem dosažení zisku, je považován se zřetelem k této činnosti za podnikatele“ [[8] § 420].

Jak z definice vyplývá, účelem podnikatele musí být dosahování zisku. Toto je klíčové, neboť právě o zisk se opírají metody ohodnocování výnosovou metodou, které jsou v práci použity [2].

Výraz „soubor“, který nalezneme ve zmíněných definicích obchodního závodu, může být zavádějící, protože svádí k představě, že obchodní závod je soubor různých majetkových položek a tak by také měl či mohl být ohodnocován. Nicméně na obchodní závod nelze nahlížet jako na „hromadu věcí“, ale jako na „věc hromadnou“. Z ekonomického hlediska je nutné na obchodní závod pohlížet jako na funkční celek [2].

1.2 Hodnota obchodního závodu

Před přistoupením k samotným metodám ohodnocování je bezesporu důležité si vyjasnit, co se vůbec hodnotou obchodního závodu rozumí a co naopak pod tímto pojmem hledat nelze. V praxi se často lze setkat s pojmem „objektivní“ hodnota obchodního závodu, respektive s požadavkem na určení objektivní hodnoty obchodního závodu. Nicméně ve skutečnosti nic takového, jako je objektivní hodnota obchodního závodu, neexistuje. Je tomu tak proto, že pro hodnotu obchodního závodu jsou rozhodující náklady a výnosy budoucí, nikoli dosavadní. V dlouhodobém budoucím časovém horizontu lze však příjmy pouze odhadovat, nikoliv objektivně určit. Z toho je tedy zřejmé, proč objektivní hodnotu obchodního závodu nelze určit [2].

Hodnota v ekonomickém smyslu slova je chápána jako vztah mezi určitým subjektem a objektem za předpokladu racionálního chování. Vyplývá ze dvou základních skutečností hospodářského života:

- lidské potřeby jsou neomezené,
- zdroje k uspokojení těchto potřeb jsou omezené [2].

V ekonomickém slova smyslu má hodnota dvě základní stránky, a to užitnou, respektive schopnost statku uspokojovat lidské potřeby, a směnnou hodnotu. Užitná hodnota závisí

na možnostech využití, preferencích a také záměrech konkrétního vlastníka daného předmětu. Proto pro různé vlastníky existuje i různá hodnota. Směnná hodnota vyplývá z toho, že pokud má statek užitnou hodnotu a je v omezeném množství, může být předmětem směny. Vyjádření této hodnoty v penězích vede k tržní ceně [2].

Na hodnotu obchodního závodu, jak již bylo řečeno, má významný vliv budoucí užitek, který lze z držení obchodního závodu očekávat. Budoucí užítky mohou mít nejrůznější podoby a v zásadě je možné rozdělit je na užítky finanční povahy a užítky, které ve finanční podobě bezprostředně vyjádřené nejsou, jako je např. moc, společenské postavení apod. [2].

Hodnota obchodního závodu je tedy dána očekávanými budoucími příjmy (a to buď na úrovni vlastníků, či na úrovni všech investorů do obchodního závodu, tedy vlastníků i věřitelů) převedenými (diskontovanými) na jejich současnou hodnotu. Při procesu hodnocení vzhledem k tomu, že budoucí příjmy odhadujeme, jde o to, kterou prognózu budeme považovat za věrohodnou. Díky této skutečnosti lze hovořit o hodnotě obchodního závodu jako o víře v budoucnost obchodního závodu, která je vyjádřená v penězích. Hodnota je tedy závislá jednak na účelu ohodnocení a jednak také na subjektu, z jehož hlediska je určována, respektive na jeho subjektivním názoru [2].

1.2.1 Hladiny hodnoty obchodního závodu

Zde jsou uvedeny dvě základní hladiny, na kterých je možné ohodnocovat obchodní závod:

- hladina brutto,
- hladina netto [2].

Pokud ohodnocujeme obchodní závod na hladině brutto, jedná se o hodnotu obchodního závodu jako celku, tj. jako podnikatelské jednotky. Zahrnuje tedy hodnotu jak pro vlastníky, tak pro věřitele. Ohodnocováním v hladině netto hodnoty se rozumí ohodnocení na úrovni vlastníků obchodního závodu. V principu lze říci, že jde o ohodnocení vlastního kapitálu. Pojetí vlastního kapitálu zde však nemusí být vždy totožné s jeho účetním pojetím [2].

Toto rozdělení vychází také ze starého obchodního zákona, který platil do roku 2013. Brutto hodnotu definoval jako obchodní majetek: „*Obchodním majetkem podnikatele, který je fyzickou osobou, se pro účely tohoto zákona rozumí majetek (věci, pohledávky a jiná práva a penězi ocenitelné jiné hodnoty), který patří podnikateli a slouží nebo je určen k jeho podnikání. Obchodním majetkem podnikatele, který je právnickou osobou, se rozumí veškerý jeho majetek*” [[6] § 6 odst. 1].

Hodnotu netto definoval obchodní zákoník jako čistý obchodní majetek (dále jen ČOM): „*Čistým obchodním majetkem je obchodní majetek po odečtení závazků vzniklých podnikateli v souvislosti s podnikáním, je-li fyzickou osobou, nebo veškerých závazků, je-li právnickou osobou*“ [[6] § 6 odst. 3].

Dále zde lze nalézt pojem vlastní kapitál (dále jen VK), který také souvisí s hodnotou netto: „*Vlastní kapitál tvoří vlastní zdroje financování obchodního majetku podnikatele a v rozvaze se vykazuje na straně pasiv*“ [[6] § 6 odst. 4].

Pro účely ohodnocení je nezbytné vycházet z ČOM [2].

1.2.2 Kategorie hodnoty

Existuje řada kategorií hodnoty. Tyto kategorie určují vypovídající schopnost, interpretaci a použitelnost výsledku ohodnocení. Zde jsou uvedeny pouze ty, které jsou dle Maříka považovány za nejdůležitější a které jsou nejčastěji cílem ohodnocení:

1. tržní hodnota,
2. subjektivní hodnota (tj. investiční hodnota),
3. objektivizovaná hodnota,
4. komplexní přístup na základně Kolínské školy [2], [3].

Mezinárodní standardy oceňování se zaměřují především na vymezení tržní hodnoty a dále na skupinu tzv. netržních přístupů k hodnotě, zejména investiční. Německé přístupy ve větší míře naopak rozvíjejí kategorii investiční hodnoty (zde označována jako subjektivní hodnota), kategorii hodnoty objektivizované a další specifické kategorie v rámci systému vytvořeného Kolínskou školou [2].

Existuje ještě celá řada dalších netržních kategorií hodnot, kterým vzhledem k účelu práce není věnována pozornost [2].

Pro správné zvolení kategorie hodnoty, což je zásadní v oblasti ohodnocování obchodního závodu, je nutné správně pochopit mimoburzovní trh obchodních závodů v České republice. Mimoburzovní trh obchodních závodů a jeho kvalita jsou dány zejména obchodně-právní regulací a související judikaturou. Pro čerpání dat je nutné vycházet z identické nebo alespoň srovnatelné regulativní formy trhu. Je třeba si uvědomit, že prodává-li se nekótovaný obchodní závod, tedy obchodní závod obchodovaný na mimoburzovním trhu, jedná se o jedinečné aktivum. Navíc pokud není odděleno řízení a vlastnictví obchodního závodu, není možno spoléhat na udržení ekonomické výkonnosti tohoto obchodního závodu bez přítomnosti a aktivní účasti stávajícího managementu na řízení obchodního závodu. Čili pokud management po prodeji obchodního závodu odejde, změní se způsob řízení a fungování tohoto obchodního závodu. Rozdíl spočívá také v přístupu k externímu kapitálu, vlastnímu a cizímu, a s tím související způsob financování a investování. Taktéž nedochází k obchodům anonymně a transakce je podstatně více strukturovaná. Teorie ohodnocování obchodního závodu na to reagovala koncem 60. let 20. st. intervalem možných hodnot, v jehož rámci se za daných předpokladů může výsledná částka pohybovat. Nicméně konečný výsledek bude záviset na obchodním vyjednání subjektů transakce mající různou ekonomickou moc, kterou mohou využít pro zajištění maximálního prospěchu z transakce. Také je důležitý aspekt času, relevantní trh mimoburzovního obchodního závodu existuje většinou pouze v okamžiku průběhu transakce [3].

Tržní hodnota

Tržní hodnotu je nutno chápat výhradně jako kategorii hodnoty definovanou v rámci standardu IVS 1. Odpovídá na otázku, kolik je ochoten zaplatit běžný (tj. průměrný) zájemce na trhu. Tato otázka vychází z existence trhu s obchodními závody, případně trhu s podíly na vlastním kapitálu obchodních závodů, kde existuje více kupujících a více prodávajících. Vytváří se tak podmínky k tomu, aby mohla vzniknout tržní cena [2], [3].

Tržní hodnotou se označuje tedy potenciální tržní cena a ta, jak zdůrazňují standardy, je výrazem spíše jeho trhem uznané použitelnosti než jeho čistě fyzického stavu. Použitelnost aktiva pro daný obchodní závod se ale může lišit od použitelnosti, kterou uznává trh či jiný konkrétní obchodní závod. Z toho důvodu lze vyvozovat rozdíl mezi individuální a tržní hodnotou [2].

Definice tržní hodnoty dle Mezinárodních standardů oceňování:

„Tržní hodnota je odhadnutá částka, za kterou by měl být majetek směněn k datu ocenění mezi ochotným kupujícím a ochotným prodávajícím při transakci mezi samostatnými a nezávislými partnery po náležitém marketingu, ve které by obě strany jednaly informovaně, rozumně a bez nátlaku“ [[9] str. 18, odst. 30.1.].

Tržní hodnotu je nutno chápat jako hodnotu aktiva a to bez započítání nákladů prodeje nebo koupě a taktéž bez započítání souvisejících daní. Tržní hodnota nemusí být odvozena pouze z cen daného aktiva na trhu, ale může být zjištěna různými metodami včetně metod výnosových, ale finanční plán a projekce výnosů musí být alespoň částečně postaveny na názorech trhu. Podobně diskontní míra musí vycházet alespoň částečně z tržních dat [2].

Ale pozor, jak upozorňuje Krabec, ačkoli je vycházeno z tržních dat, nemusí se vždy jednat, a také v podmínkách České republiky se obvykle nejedná, o tržní hodnotu. Jinými slovy, aby se jednalo o tržní hodnotu, tedy hodnotu definovanou Mezinárodními oceňovacími standardy, je třeba splnit veškeré požadavky těmito standardy vymezenými [3].

Subjektivní (investiční) hodnota

Subjektivní hodnota odpovídá na otázku, jakou má obchodní závod hodnotu z hlediska konkrétního kupujícího. Na obchodní závod jako celek je nutno pohlížet jako na jedinečné a méně likvidní aktivum. V tomto případě je prioritou individuální názor účastníků transakce, např. kupujícího. Hodnota pak odpovídá očekávaným užitkům z majetku pro konkrétního kupujícího, prodávajícího, současného vlastníka apod. V důsledku toho má obchodní závod hodnotu vždy pouze pro subjekt ohodnocení, respektive hodnota existuje vždy jen pro někoho. Tato kategorie hodnoty se vyvíjí s ohledem na potřeby uživatelů, a tedy nutně reflektuje reálné vlivy stávajícího prostředí. Nicméně vzhledem k tomu, že platí vždy jen pro konkrétní subjekt, se od ní upouští, navíc z pozice externího odhadce je obtížné tuto hodnotu propočítávat [2], [3].

Tento pojem nalezneme i ve standardech IVS: *„Investiční hodnota je hodnota majetku pro konkrétního investora nebo třídu investorů pro stanovené investiční cíle“* [[9] str. 22,

odst. 60.1.]. Dále se zde uvádí, že investiční hodnota odráží okolnosti a finanční cíle účetní jednotky, pro kterou je ohodnocení vytvořeno [9].

Základními charakteristikami investiční hodnoty jsou budoucí peněžní toky a diskontní míra. Budoucí peněžní toky jsou odhadovány téměř výhradně na základě představ manažerů ohodnocovaného obchodního závodu, reprezentují tedy v rozhodující míře představu řídicích zaměstnanců ohodnocovaného subjektu, případně investora. Diskontní míra se stanovuje na základě alternativních možností investovat, které má subjekt, z jehož hlediska je ohodnocováno. Investiční hodnota je tedy v rozhodující míře dána subjektivními názory a představami subjektu, z jehož hlediska je sestavena [2].

Objektivizovaná hodnota

Lze ji považovat za určitý protiklad subjektivní hodnoty. Vzhledem k tomu, jak již bylo řečeno, že objektivní hodnota v podstatě neexistuje, odhadci začali pracovat s pojmem „objektivizovaná hodnota“. Odpovídá na otázku, jakou hodnotu lze považovat za obecně přijatelnou. V prvním stupni bere v úvahu jen všeobecně uznávané skutečnosti relevantní k datu ohodnocení. V druhém stupni přihlíží k faktům mající vliv na ohodnocení, která jsou obecně známá, i když se týkají budoucnosti, ale jejich působení nemusí být jednoznačné. A až ve třetím stupni lze do ohodnocení promítnout ryze subjektivní hlediska. Objektivizace dat prostřednictvím metod je v podstatě obdobná jak u tržní hodnoty, tak u objektivizované hodnoty. Objektivizovaná hodnota je však postavena na setrvání v dosavadním konceptu obchodního závodu a také může mít formu uzancí, které jsou odbornou veřejností přijaté [2].

Kolínská škola

Kolínská škola je založena na subjektivním postoji. Zastává názor, že ohodnocení nemá smysl modifikovat v závislosti na jednotlivých podnětech, ale na obecných funkcích, které má ohodnocení pro uživatele jeho výsledků. Funkcemi odhadce se rozumí funkce poradenská, rozhodčí, argumentační, komunikační a daňová. Např. při daňové funkci je cílem poskytnout podklady pro daňové účely. Funkce poradenská má za cíl poskytnout kupním stranám podklady a informace o maximální ceně kupujícího a minimální ceně prodávajícího, jde tedy o tzv. hraniční hodnoty. V rozhodčí funkci se jedná o výkon nezávislého odhadce, rozhodčího. Ten by měl alespoň odhadnout hraniční hodnoty

účastníků transakce a nalézt spravedlivou hodnotu v rámci odhadnutého rozpětí. Jeho úkolem je tedy nalézt „výslednou“ hodnotu, která by určitým způsobem vyvažovala hodnotové pohledy a zájmy účastníků transakce. Hodnota je pak vázána na pozici zúčastněných stran a pravděpodobně bude pro různé strany různá. Nejedná se tedy o odhad ceny obecné [2].

1.3 Postup při odhadu hodnoty

Doporučený obecný postup při procesu odhadu hodnoty obchodního závodu se skládá z následujících kroků:

1. Sběr vstupních dat.
2. Analýza dat:
 - a) strategická analýza,
 - b) finanční analýza,
 - c) rozdělení aktiv na nutná a nenutná,
 - d) analýza a prognóza generátorů hodnoty,
 - e) orientační ohodnocení na základě generátorů hodnoty.
3. Sestavení finančního plánu.
4. Ohodnocení:
 - a) volba metody,
 - b) ohodnocení podle zvolených metod,
 - c) souhrnné ohodnocení [2].

1.4 Strategická analýza

Aby bylo možné posoudit celkový stav obchodního závodu, postavení na trhu, konkurenční sílu a zejména schopnost dlouhodobě přežít a tvořit hodnotu, je třeba

zpracovat strategickou a finanční analýzu. Zde je rozebrána problematika strategické analýzy, finanční analýza je rozebrána v kapitole 1.5 [2].

Klíčovou fází ohodnocování je strategická analýza, jejíž hlavní funkcí je dle Maříka vymezit celkový výnosový potenciál ohodnocovaného obchodního závodu. Tento potenciál se skládá z vnějšího potenciálu, který je možné vyjádřit jako šance a rizika, která nabízí podnikatelské prostředí, a vnitřního potenciálu, který vyjadřuje, do jaké míry je obchodní závod schopen využít šance vnějšího prostředí a čelit jeho rizikům. Vnitřní potenciál lze vyjádřit jako souhrn silných a slabých stránek s důrazem na potenciální konkurenční výhodu. Jinými slovy při analýze vnitřního prostředí je důležitá analýza konkurence ohodnocovaného obchodního závodu. Výsledkem strategické analýzy by měly být alespoň odpovědi na tyto otázky:

- jaké jsou perspektivy obchodního závodu z dlouhodobého hlediska,
- jaký vývoj trhu, konkurence a především vývoj podnikových tržeb lze v souvislosti s odpovědí na první otázku očekávat,
- jaká rizika jsou s obchodním závodem spojena [2].

Postup strategické analýzy

Pro sestavení strategické analýzy lze postupovat dle následujících kroků:

1. Provedení analýzy vnějšího potenciálu, čili analýza a prognóza relevantního trhu.
➔ Vymezení trhu z hlediska věcného (tj. produktu), území, zákazníků, konkurentů. Provedení PEST analýzy.
2. Provedení analýzy vnitřního prostředí včetně analýzy konkurence.
➔ K tomu poslouží McKinsey 7S a Porterův model pěti sil.
3. Sestavení prognózy tržeb ohodnocovaného obchodního závodu [2].

1.4.1 PEST analýza

PEST analýza se zabývá faktory makrookolí. Za klíčové faktory makrookolí lze označit faktory politické a legislativní, ekonomické, sociální a technologické. Od toho také název této analýzy, který se skládá právě z počátečních písmen klíčových faktorů:

- P – politické a legislativní faktory,
- E – ekonomické faktory,

- S – sociální faktory,
- T – technologické faktory [10].

Důležitost jednotlivých faktorů se může lišit dle odvětví a v závislosti na různé situace. Cílem proto není vypracovat vyčerpávající seznam těchto faktorů, ale rozpoznat a odlišit faktory významné právě pro určitý obchodní závod. Význam této analýzy roste v souvislosti s velikostí obchodního závodu a jeho rozvojovými ambicemi [10].

Politické a legislativní faktory

Politické a legislativní faktory zahrnují stabilitu zahraniční a národní politické situace, členství země v EU apod. Prostřednictvím daňových zákonů, protimonopolních zákonů, regulace exportu a importu, cenové politiky, ochrany životního prostředí a dalších činností například zaměřených na ochranu zaměstnanců či spotřebitelů se dotýkají každého obchodního závodu. Pro společnosti, které vyvážejí do jiných zemí, je pak velice důležitý i politický vztah s ostatními zeměmi [10].

Ekonomické faktory

Ekonomické faktory vycházejí z ekonomické podstaty a základních směrů ekonomického rozvoje. Charakterizuje je stav ekonomiky. Základními identifikátory, které bezprostředně ovlivňují každý obchodní závod, jsou míra ekonomického růstu, úroková míra, míra inflace, daňová politika a směnný kurz. Míra ekonomického růstu vyvolává rozsah i obsah příležitostí, současně však i hrozeb, před které jsou společnosti postaveny. Vede ke zvýšené spotřebě, zvyšuje příležitosti na trhu a naopak. Podobně je na tom úroveň úrokové míry, která ovlivňuje skladbu použitých finančních prostředků a tím určuje cenu kapitálu, významně ovlivňuje investiční aktivitu obchodního závodu. Míra inflace znázorňuje do jisté míry stabilitu ekonomického vývoje, pokud je vysoká, může se negativně odrážet v intenzitě investiční činnosti a tak limitovat ekonomický rozvoj. Konkurenceschopnost společností na zahraničních trzích ovlivňuje zejména indikátor, kterým je devizový kurz. Pro hodnocení ekonomických faktorů je nutné si uvědomit, že uvedené míry spolu úzce souvisí, nelze je tedy prezentovat odděleně [10].

Důležitá je pro ekonomickou oblast i úroveň nezaměstnanosti, vývoj cen energií, průměrná mzda apod. Nelze také opomenout určitá státní rozhodnutí, která mohou ovlivnit životaschopnost některých společností. Jde například o státní poptávku po

určitých výrobcích či službách. Vliv mezinárodní ekonomické situace je také významný [10].

Sociální a demografické faktory

Sociální a demografické faktory jsou spojené s postoji a životem obyvatelstva a jeho strukturou. Například změny v demografické struktuře vytvořily mnoho příležitostí pro rozvoj oblastí spojených se zdravím či péčí o seniory. Životní styl obyvatelstva se odráží například ve způsobu trávení volného času, roste zájem o vyšší kvalitu osobního života. Tato oblast souvisí také s úrovní vzdělání a přístupem k práci obyvatelstva. Do této skupiny je možné zařadit ale i ekologii, nicméně vzhledem ke svému sílícímu rozsahu se tato oblast někdy vyčleňuje do samostatné kategorie. Rozpoznání trendů v této skupině vede k získání předstihu před konkurenty v boji o zákazníka a také v předstihu na trhu práce [10].

Technologické faktory

Aby obchodní závod prokazoval aktivní inovační činnost a vyhnul se zaostalosti, musí být informován o technických a technologických změnách probíhajících v okolí. Analýza vlivů těchto změn představuje studie očekávaných vlivů nových technologií jak na stav okolí, tak i na konkurenční pozice. Protože změny v této oblasti mohou náhle a dramaticky ovlivnit okolí, v němž se společnost pohybuje, předvídatost vývoje směrů technického rozvoje se tak může stát významným činitelem úspěšnosti obchodního závodu [10].

1.4.2 Porterův model pěti sil

Cílem Porterova modelu pěti sil je umožnit jasně pochopit síly, které působí v konkurenčním prostředí, a identifikovat, které z nich mají pro společnost z hlediska jejího budoucího vývoje největší význam a které mohou být strategickými rozhodnutími ovlivněny. Model pracuje s těmito pěti faktory:

- stávající konkurenti,
- potenciální konkurenti,
- vyjednávací síla dodavatelů,
- vyjednávací síla odběratelů,

- substituty [10].

Intenzitu konkurence v odvětví určuje působení těchto pěti sil a současně tak rozhoduje o úspěšnosti obchodního závodu v daném odvětví. Síla působení těchto pěti faktorů je v jednotlivých zemích různá a mění se s vývojem odvětví [10].

Hrozba substitučních výrobků

Pokud se substitut stane díky své ceně, výkonu nebo obojímu přitažlivější, kupující budou v pokušení odvrátit svou přízeň původnímu výrobku, což představuje pro společnosti takto ohroženými hrozbu. Při úvahách o substitutech je nutné začít s pochopením potřeb, které daný obor uspokojuje. Společnosti v jednom odvětví se mohou dostat do konkurenčního vztahu se společnostmi v jiném odvětví, a to díky tomu, že právě jejich výrobky jsou dobrými substituty [10].

Hrozba vstupu potenciálních konkurentů

Noví konkurenti s sebou přinášejí dodatečné kapacity a plány na získání dobré tržní pozice, často také disponují značnými zdroji a schopnostmi. Vážnost hrozby proto závisí zejména na vstupních bariérách a očekávané reakci ostatních konkurentů. Pokud lze očekávat, že své pozice budou bránit, nebo lze očekávat spojení společností v odvětví s distributory či zákazníky, vstup do odvětví potenciální konkurenti obvykle přehodnotí. Co se týče bariér vstupu do odvětví, pokud jsou nízké, představují významnou hrozbu pro vstup potenciálních konkurentů do tohoto odvětví [10].

Vyjednávací síla dodavatelů

Je důležité také posoudit sílu a vliv dodavatelů zdrojů nezbytných pro obor, neboť to může vést ke snižování výnosnosti jednotlivých společností v odvětví. Silní dodavatelé mohou snižovat zisky svých odběratelů prostřednictvím zvyšování cen vstupů nebo snižováním jejich kvality. Mezi tyto dodavatele lze zahrnout i poskytnutí kapitálu. Je zřejmé, že vliv dodavatelů je tím vyšší, čím je jejich vyjednávací síla větší [10], [12].

Vyjednávací síla kupujících

Obdobně jako silní dodavatelé mohou i zákazníci výrazně ovlivnit konkurenční podmínky, například mohou způsobit ztráty potenciálních zisků. Snaha získat zakázku

může vést k zostření konkurenčních vztahů. Silný kupující si navíc může vymoci další výhody v podobě lepší úrovně kvality, výhodnějšího úvěrování atd. [10], [12].

1.4.3 SWOT analýza

SWOT analýza je jednou ze základních metod strategické analýzy. Jedná se o analýzu, pomocí které identifikujeme silné a slabé stránky, které se týkají vnitřního prostředí společnosti a příležitosti a hrozby, které přicházejí z vnějšího prostředí společnosti:

- S – strengths (silné stránky),
- W – weaknesses (slabé stránky),
- O – opportunities (příležitosti)
- T – threats (hrozby) [11], [12].

Silné stránky jsou ty skutečnosti, které přinášejí výhody jak zákazníkům, tak obchodnímu závodu. Slabé stránky pak představují oblasti, ve kterých si společnost nevede dobře, nebo ty, ve kterých si ostatní společnosti vedou lépe. Po jejich identifikaci by měl obchodní závod usilovat o jejich zlepšení. Příležitosti jsou ty skutečnosti, které mohou zvýšit poptávku nebo mohou lépe uspokojit zákazníky a přinést obchodnímu závodu úspěch. Hrozby jsou například skutečnosti, trendy či události, které mohou snížit poptávku nebo zapříčinit nespokojenost zákazníků [11].

Často je velmi obtížné odhadnout, zda určitý jev znamená příležitost nebo naopak hrozbu a zda je určitá charakteristika obchodního závodu jeho silnou či slabou stránkou. Při uplatnění SWOT analýzy je cílem rozvíjet silné stránky obchodního závodu a potlačovat stránky slabé, současně také být připraven na potenciální příležitosti a hrozby. Její aplikace musí směřovat k identifikaci, nalezení a posouzení vlivů, k predikci vývojových trendů faktorů vnějšího okolí a vnitřní situace a jejich vzájemných souvislostí [10].

1.4.4 McKinsey 7S

Analýzou McKinsey 7S se rozumí analýza klíčových faktorů ve společnosti. Tato strategie vychází z vize a z poslání obchodního závodu. Zahrnuje 7 komponent, které byly definované jako podstatné faktory ovlivňující společnost. Mezi tyto klíčové faktory patří:

- struktura (*structure*),
- systémy (*systems*),

- strategie (*strategy*),
- spolupracovníci (*staff*),
- styl (*style*),
- schopnosti (*skills*),
- sdílené hodnoty (*shared values*) [13].

Výše zmíněné faktory jsou vzájemně provázány, ačkoli váha jednotlivých faktorů může být samozřejmě odlišná. Mezi tzv. tvrdé faktory patří struktura, systémy a strategie. Naopak za měkké faktory lze považovat spolupracovníky, styl, schopnosti a sdílené hodnoty [13].

Struktura

V rámci analýzy samotné struktury společnosti je zkoumáno její organizační uspořádání, tedy jakým způsobem zabezpečuje rozložení pravomocí a kompetencí mezi jednotlivými pracovními skupinami ve smyslu nadřízenosti, podřízenosti a vztahy mezi podnikatelskými jednotkami, kontrolními mechanismy a sdílenými informacemi [13].

Systémy

Faktor systémy zahrnuje veškeré procesy sloužící k řízení společnosti, mezi které patří například manažerské informační procesy, komunikační systémy, inovační systémy, systémy alokace zdrojů atd. [13].

Strategie

Vyjadřuje, jakým způsobem společnost dosahuje své vize [13].

Spolupracovníci

Při zkoumání oblasti spolupracovníků neboli zaměstnanců se zaměřujeme na jednotlivé zaměstnance a jejich potřeby. Snahou je zjistit preference jednotlivých zaměstnanců a zvolit vhodný způsob jejich motivace. Vzhledem k tomu, že tuto oblast zkoumáme zejména prostřednictvím subjektivního ohodnocení, řadíme tento faktor mezi tzv. měkký faktor [13].

Styl

Styl vyjadřuje přístup managementu k řízení a řešení vyskytujících se problémů. Rozlišujeme různé styly s odlišnou mírou intenzity řízení a formality [13].

Schopnosti

Je nutné zkoumat schopnosti a znalosti zaměstnanců. Tj. úroveň kvalifikace, potřeba proškolení apod. [13].

Sdílené hodnoty

V rámci faktoru sdílené hodnoty je nutné zkoumat samotnou firemní kulturu společnosti, neboť zde se odrážejí základní ideje a principy [13].

1.4.5 Prognóza vývoje trhu

Pro odhad vývoje trhu je nutné nejprve určit faktory, které tento vývoj ovlivňují.

1. Národohospodářské faktory – jsou vyjádřeny zejména vývojem národohospodářských agregátů typu HDP, celkové průmyslové výroby, spotřeby apod. Výhodou je, že tyto faktory jsou různými institucemi prognózovány a současně i zveřejňovány. Prognóza vývoje příslušného trhu pak bude kopírovat tyto prognózy.
2. Obecné faktory poptávky – jedná se zejména o příjmy na obyvatele, ceny, počet obyvatel a jejich demografickou strukturu.
3. Speciální faktory specifické pro konkrétní skupinu produktů – například spotřební zvyklosti a módní trendy [2].

Je nutné dbát na to, v jakých cenách prognózu zpracováváme, tedy buď ve stálých cenách (typicky prognózy HDP), nebo v běžných cenách (typicky tržby). Na závěr prognózy je nutné učinit předpoklad vývoje trhu v dalších obdobích, kdy je obvykle nezbytné předpokládat stabilní tempo vývoje [2].

1.5 Analýza finančního zdraví obchodního závodu

Tato kapitola se zabývá jednotlivými finančními ukazateli, které poslouží k analýze finančního zdraví obchodního závodu. Je však nutné si uvědomit, že ukazatele mají samy

o sobě malou vypovídající schopnost a záleží zejména na interpretaci jejich výsledků. Z finanční analýzy je nutné vyvodit závěry, které se promítnou do ohodnocení. Zejména doplnit předběžný výrok o perspektivnosti obchodního závodu, který byl částečně získán ze strategické analýzy, doplnit podklady pro stanovení rizika obchodního závodu [2].

1.5.1 Analýza základních účetních výkazů

Předmětem analýzy základních účetních výkazů jsou:

- rozvaha,
- výkaz zisků a ztrát,
- výkaz peněžních toků (cash flow) [2].

Rozvaha

Rozvaha podává celkový přehled o aktivech a pasivech k určitému okamžiku. Zkoumáme stav a vývoj bilanční sumy, strukturu aktiv a pasiv, vývoj a přiměřenost velikosti jednotlivých položek. V pasivech je vhodné klást důraz na podíl vlastního kapitálu, bankovní a dodavatelské úvěry. Při analýze rozvahy mohou nastat určité problémy, např. nejčastěji v kvalitě dlouhodobého majetku v případě, že ohodnocení provádí externí znalec, nemívá možnost dost dobře odhadnout, jaká je skutečná hodnota aktiv. Velice těžké je ocenit nehmotná aktiva, ve výkazech tak zpravidla není jejich nejdůležitější část, tj. nebilancovatelná nehmotná aktiva. Dalším problémem bývají nadhodnocené pohledávky a podhodnocené závazky [2].

Výkaz zisku a ztráty

Výkaz zisku a ztráty podává informace o nákladech a výnosech obchodního závodu za určité období. Vyjadřuje, jak byl obchodní závod úspěšný z hlediska využívání majetku a zdrojů, které měl v hodnoceném období k dispozici. Opět je zkoumána struktura výkazu, podíl jednotlivých položek na celkových výkonech ve vztahu k obvyklé hodnotě podílů u obdobných společností a vývoj podílu jednotlivých položek ve vztahu k obvyklému podílu a ve vztahu k dosahovanému výsledku hospodaření. Je vhodné věnovat pozornost a blíže zkoumat zejména složky, které nejvíce ovlivňovaly výsledek hospodaření. Pozornost by měla být věnována dílčím výsledkům hospodaření, tedy provoznímu výsledku hospodaření, který odráží jádro ekonomiky ohodnocovaného

obchodního závodu a lze jej tedy považovat za nejdůležitější. Způsob financování a politiku v oblasti finančních investic a finančního majetku odráží finanční výsledek hospodaření [2], [14].

Výkaz peněžních toků (cash flow)

Výkaz peněžních toků (cash flow) informuje o peněžních příjmech a výdajích. Zachycuje informace o finanční situaci obchodního závodu, slouží tedy především pro účely posouzení likvidity obchodního závodu. Tento výkaz může být sestaven buď metodou přímou, která se opírá především o sled toku peněžních prostředků a jejich ekvivalentů za dané období, nebo nepřímou. Nepřímá metoda vychází ze změn v rozvaze, nepeněžních transakcí a dalších operací. Jinými slovy, výsledek hospodaření se upravuje o rozdíly mezi náklady a výdaji a mezi výnosy a příjmy. V praxi převažuje metoda nepřímá [14].

1.5.2 Absolutní ukazatele

Údaje absolutních ukazatelů tvoří účetní výkazy. Absolutní ukazatele se využívají zejména k analýze vývojových trendů, tedy k horizontální analýze a k procentnímu rozboru komponent, tedy k analýze vertikální. Horizontální analýza se zabývá porovnáním změn položek jednotlivých výkazů v časové posloupnosti, přičemž se vypočítává absolutní výše změn a její procentní vyjádření k výchozímu roku. Jedná se o tokovou veličinu. Vertikální analýza naopak zkoumá jednotlivé položky účetních výkazů jako procentní podíl k jediné zvolené základně položené jako 100 %. Za základnu je v případě rozvahy obvykle zvolena výše aktiv/pasiv, v případě výkazu zisku a ztráty velikost celkových výnosů/nákladů. Na rozdíl od horizontální analýzy se zabývá vždy jen jedním obdobím, a protože vyjadřuje určitý stav, hovoříme o veličině stavové [14], [15].

Z absolutních ukazatelů kromě výše zmíněných analýz lze také zjistit vybrané charakteristiky tzv. rozdílových ukazatelů, které jsou rozebrány níže [14].

1.5.3 Analýza poměrových ukazatelů

Analýza účetních výkazů pomocí poměrových ukazatelů umožňuje získat rychlou představu o finanční situaci obchodního závodu. Poměrových ukazatelů existuje celá

řada, neboť jejich podstatou je, že dávají do poměru různé položky rozvahy, výkazu zisku a ztráty a příp. cash flow. Tato práce se zabývá pouze těmito vybranými poměrovými ukazateli:

- likvidity,
- rentability,
- aktivity,
- dlouhodobé finanční rovnováhy [2].

Ukazatele likvidity

Likvidita vyjadřuje platební schopnost obchodního závodu, tedy schopnost hradit své závazky. Základní ukazatele pracují s položkami oběžných aktiv a krátkodobých cizích zdrojů, mezi které patří krátkodobé závazky, krátkodobé bankovní úvěry a finanční výpomoci [2], [15].

Úroveň likvidity je dána kromě rozsahu krátkodobých závazků také například makroekonomickým prostředím, ve kterém obchodní závod funguje. Jestliže se toto prostředí vyznačuje vysokou mírou proměnlivosti, jako je tomu v případě České republiky, je nezbytné, aby společnosti vytvářely pro nenadálé situace určité rezervy. Podstatná je i technologie uplatňovaná v obchodním závodu, tj. délka výrobního cyklu, širší sortimentu atd. Ukazatelé likvidity jsou konstruovány právě z pohledu likvidity, tedy od nejméně likvidních zásob přes pohledávky až po nejlikvidnější část – peníze [14].

Běžná likvidita

Běžná likvidita sděluje, kolikrát pokrývají oběžná aktiva krátkodobé cizí zdroje obchodního závodu [15].

$$\text{běžná likvidita} = \frac{\text{oběžná aktiva}}{\text{krátkodobý cizí kapitál}}$$

Pohotová likvidita

Pohotová likvidita vyjadřuje poměr oběžných aktiv oproštěných od zásob, které lze považovat za méně likvidní, ke krátkodobému cizímu kapitálu. V čitateli však zůstává položka pohledávek, je proto otázkou, jak kvalitní pohledávky jsou, respektive, jaká je pravděpodobnost inkasa. V případě krátkodobých cenných papírů je nutné ověřit, zda

jsou správně oceněny, tj. zda k nim byly vytvořeny opravné položky. Pokud obchodní závod účtuje o nákladech příštích období, nejsou do čitatele zahrnuty, neboť nejsou určeny k úhradě závazků. Ostatní složky přechodných aktiv zahrnout lze [14].

$$\text{pohotová likvidita} = \frac{\text{oběžná aktiva} - \text{zásoby}}{\text{krátkodobý cizí kapitál}}$$

Okamžitá likvidita

Okamžitá likvidita vyjadřuje schopnost obchodního závodu hradit právě splatné závazky. Jedná se o nejprísnejší ukazatel likvidity [15].

$$\text{okamžitá likvidita} = \frac{\text{peněžní prostředky}}{\text{krátkodobý cizí kapitál}}$$

Podíl čistého pracovního kapitálu na oběžných aktivech

Podíl ČPK na oběžných aktivech charakterizuje krátkodobou finanční stabilitu obchodního závodu. Pozornost by měla být věnována zejména vývojovým tendencím. Je vhodné jej porovnat s oborovým průměrem [14], [15].

$$\text{podíl ČPK na OA} = \frac{\text{oběžná aktiva} - \text{krátkodobý cizí kapitál}}{\text{oběžná aktiva}}$$

Ukazatele rentability

Ukazatele rentability mají za úkol poměřit konečný efekt dosažený podnikatelskou činností, tedy zisk, k určitému vstupu. Těmito vstupy se rozumí zejména celková aktiva, kapitál nebo tržby, na základě nich se pak odlišují různé ukazatele rentabilit [14].

Rentabilita vloženého kapitálu (*ROCE – return on capital employed*) slouží k měření efektivnosti dlouhodobého kapitálu. Po vypočtení tohoto ukazatele lze zjistit, kolik Kč zisku připadá na 1 Kč dlouhodobých zdrojů [15].

$$\text{ROCE} = \frac{\text{zisk}}{\text{dl. závazky} + \text{dl. bankovní úvěry} + \text{VK}}$$

Rentabilita aktiv (*ROA – return on assets*), tedy úhrnných vložených prostředků, je základním měřítkem rentability. Jestliže s aktivy poměříme EBIT, lze hovořit o tzv. produkční síle obchodního závodu. Vyjadřuje, jaký efekt připadá na jednotku majetku zapojeného do podnikatelské činnosti [14].

$$ROA = \frac{\text{zisk}}{\text{celková aktiva}}$$

Rentabilita vlastního jmění (*ROE – return on equity*) měří výnosnost vlastního kapitálu. Vyjadřuje tedy, kolik zisku připadá na 1 Kč vlastního kapitálu. [14].

$$ROE = \frac{\text{zisk}}{\text{vlastní kapitál}}$$

Rentabilita tržeb (*ROS – return on sales*) vyjadřuje, kolik zisku připadá na 1 Kč tržeb. Při hodnocení této rentability může být vhodnější do jmenovatele místo tržeb použít výnosy. Je třeba se zamyslet nad tím, co daný obchodní závod vystihuje lépe. Pro srovnání mezi obchodními závody se doporučuje použít jako zisk EBIT [14], [15].

$$ROS = \frac{\text{zisk}}{\text{tržby}}$$

Ukazatele aktivity

Ukazatele aktivity podávají informace o tom, jak obchodní závod využívá jednotlivé majetkové části. Jde tedy o hodnocení vázanosti kapitálu v aktivech. Je možné zkoumat buď dobu obratu, tj počet dní za příslušné období, nebo počet obrátů [14].

Obrat aktiv

Obrat aktiv měří celkové využití majetku, měl by tedy být co nejvyšší, minimálně roven 1. Významnou měrou se zde však promítá přístup k odpisům, je tedy nutné ho hodnotit ve vazbě na zjištěnou metodu odepisování [14].

$$\text{obrat aktiv} = \frac{\text{tržby}}{\text{celková aktiva}}$$

Vázanost dlouhodobého hmotného majetku

Dlouhodobý majetek tvoří podstatnou složku celkových aktiv. Ukazatel vázanosti dlouhodobého hmotného majetku měří, do jaké míry se daří zvyšovat objem tržeb bez dalšího rozšiřování kapacity měřené dlouhodobým hmotným majetkem. Žádoucí tendencí je, aby ukazatel v čase klesal, neboť to značí, že obchodní závod na stejném zařízení vyrobil větší objem tržeb [14].

$$\text{vázanost DHM} = \frac{DHM}{\text{tržby}}$$

Obrat zásob

Ukazatel obratu zásob podává informace o tom, kolikrát se zásoby za určité období promění v pohotové peněžní prostředky [14].

$$\text{obrat zásob} = \frac{\text{tržby}}{\text{zásoby}}$$

Doba obratu zásob

Doba obratu zásob udává, jak dlouho průměrně trvá, než peněžní fondy přejdou přes výrobky a zboží znovu do peněžní formy. Při posuzování je nutné tento ukazatel posuzovat v závislosti na odvětví [15].

$$\text{doba obratu zásob} = \frac{\text{průměrný stav zásob}}{\text{tržby}} \times 360$$

Obrat pohledávek

Ukazatel obratu pohledávek měří, kolikrát za určité období se pohledávky promění v pohotové peněžní prostředky. V hodnotě ukazatele se odráží i zvyklosti země odběratele, proto je nezbytné tyto okolnosti v rámci hodnocení výsledků zohlednit [14].

$$\text{obrat pohledávek} = \frac{\text{tržby}}{\text{pohledávky}}$$

Doba obratu pohledávek

Doba obratu pohledávek podává informace o tom, kolik dní průměrně uplyne mezi vystavením faktury za prodej zboží a služeb a okamžikem připsání prostředků na účet obchodního závodu. Jedná se tedy o dobu inkasa pohledávek. Čím je tato doba delší, tím delší dobu poskytuje obchodní závod svým obchodním partnerům bezplatný obchodní úvěr [14], [15].

$$\text{doba obratu pohledávek} = \frac{\text{průměrný stav pohledávek}}{\text{tržby}} \times 360$$

Doba samoreprodukce

Ukazatel doby samoreprodukce podává informace o tom, za jak dlouhou dobu bude obnovena položka vlastního kapitálu z cash flow. Při hodnocení jde jak o absolutní úroveň, tak i o vývojovou tendenci ukazatele. Je však nutné si uvědomit, že tento ukazatel je silně ovlivněn nejen skokovou veličinou zisku, ale i položkou odpisů. Je tedy zřejmé, že obchodní závody, které mají nízkou míru odepsanosti, budou v tomto ukazateli hodnoceny lépe [14].

$$\text{doba samoreprodukce} = \frac{\text{vlastní kapitál}}{\text{čistý zisk} + \text{odpisy}}$$

Doba obratu závazků

Doba obratu závazků udává průměrnou dobu od vzniku závazku do doby jeho úhrady. Je vhodné jej porovnat s dobou obratu pohledávek, přičemž je vhodné, aby tyto dva ukazatele dosahovaly přibližně stejných hodnot. Pokud je však doba obratu závazků větší než součet doby obratu zásob a doby obratu pohledávek, je to výhodné, protože dodavatelské úvěry financují pohledávky i zásoby. Nicméně se to může projevit v nízkých hodnotách likvidity, proto je na místě hledat určitý kompromis mezi výší likvidity a aktivity. I zde je nutné brát v úvahu odvětví, ve kterém se obchodní závod nachází [14], [15].

$$\text{Doba obratu závazků} = \frac{\text{krátkodobé závazky}}{\text{tržby}} \times 360$$

Ukazatele dlouhodobé finanční rovnováhy

Tato část se zabývá strukturou financování a podílem těchto struktur na majetku pomocí různých ukazatelů. Vychází ze základních ukazatelů zadluženosti doplněných o určité složky.

Ukazatele zadluženosti podávají informaci o tom, jak je obchodní závod financován. Jinými slovy charakterizují proporce cizích zdrojů a vlastního kapitálu. Tyto ukazatele jsou důležité zejména z hlediska hodnocení míry finančního rizika. Platí, že při rostoucím podílu cizích zdrojů roste riziko. Je vhodné ale podotknout, že při používání cizích zdrojů financování úrok, který z nich plyne, snižuje daňový základ. Jedná se o pákový efekt. Obchodní závod tedy musí zvolit vhodnou strategii jeho financování. Tato strategie souvisí s průměrnými náklady na kapitál (WACC), které by měly být co nejnižší. Průměrné náklady na kapitál jsou rozebrány v kapitole 1.11.5 [14].

Celková zadluženost

Celková zadluženost poměří cizí zdroje k celkové hodnotě aktiv. Tento ukazatel podává tedy informace o tom, jaká majetková základna kryje cizí zdroje. Při jeho hodnocení je nutné respektovat příslušné odvětví obchodního závodu [14], [15].

$$\text{Celková zadluženost} = \frac{\text{cizí zdroje}}{\text{aktiva celkem}}$$

Při zkoumání zadluženosti obchodního závodu je vhodné všimnout si také podílu vlastního kapitálu na celkovém kapitálu, tj. $\frac{\text{vlastní kapitál}}{\text{celkový kapitál}}$. Je třeba věnovat pozornost také podílu dlouhodobého majetku na celkových aktivech, tj. $\frac{\text{dlouhodobý majetek}}{\text{celková aktiva}}$ [2], [15].

Míra zadluženosti

Ukazatel míry zadluženosti poměří cizí zdroje s vlastním kapitálem, doplňuje tedy ukazatel celkové zadluženosti.

$$\text{Míra zadluženosti} = \frac{\text{cizí zdroje}}{\text{vlastní kapitál}}$$

Je však vhodné věnovat pozornost také struktuře zdrojů z hlediska splatnosti. Krátkodobé zdroje znamenají pro společnost podstatně vyšší riziko než zdroje dlouhodobé, které jsou

však dražší. Je třeba věnovat pozornost i podílu dlouhodobých cizích zdrojů na celkových dlouhodobých zdrojích a na cizích zdrojích. Tj. $\frac{\text{dlouhodobé cizí zdroje}}{\text{vlastní kapitál} + \text{dlouhodobé cizí zdroje}}$ a $\frac{\text{dlouhodobé cizí zdroje}}{\text{cizí zdroje}}$ [15].

Pozornost by zde také měla být věnována *krytí dlouhodobého majetku celkovým dlouhodobým kapitálem*, tj. $\frac{\text{vlastní kapitál} + \text{dlouhodobý cizí kapitál}}{\text{dlouhodobý majetek}}$ a *krytí dlouhodobého majetku vlastním kapitálem*, tj. $\frac{\text{vlastní kapitál}}{\text{dlouhodobý majetek}}$ [2].

Úrokové krytí

Z ukazatele úrokového krytí vyplývá, kolikrát může klesnout zisk, aby byl obchodní závod stále ještě schopen splácet úroky, které plynou z cizích zdrojů financování na stávající úrovni [14].

$$\text{Úrokové krytí} = \frac{EBIT}{\text{nákladové úroky}}$$

1.5.4 Analýza rozdílových ukazatelů

Rozdílové ukazatele slouží zejména k analýze a řízení finanční situace obchodního závodu s orientací na jeho likviditu.

Čistý pracovní kapitál (ČPK)

Za nejvýznamnější rozdílový ukazatel je považován *čistý pracovní kapitál (ČPK)*, neboli provozní kapitál, protože má významný vliv na platební schopnost obchodního závodu. Je definován jako rozdíl mezi oběžným majetkem a krátkodobými cizími zdroji [14], [15].

$$\text{ČPK} = \text{oběžný majetek} - \text{krátkodobé cizí zdroje}$$

Představuje tu část oběžného majetku, která je financována dlouhodobým kapitálem. Z jiného pohledu tedy čistý pracovní kapitál měří velikost relativně volné částky kapitálu, která není vázána na krátkodobé závazky. Přebytek krátkodobých likvidních aktiv nad krátkodobými zdroji zajišťuje obchodního závodu potřebnou likviditu [14], [15].

Funguje-li obchodní závod dobře a má-li racionálně nastavený rozměr pracovního kapitálu, pak platí, že pracovní kapitál se mění právě v závislosti na tržbách. Při analýze finanční situace je pak nutné sledovat, ve kterých položkách se pohyb odehrává, tedy zda změna nastává v likvidních, nebo naopak v nejméně likvidních částech. Ve vazbě na cash flow je také nutné sledovat, jak byly tyto zdroje užity [14].

Čisté pohotové prostředky (ČPP)

Mezi rozdílové ukazatele dále patří *čisté pohotové prostředky (ČPP)*, ty určují okamžitou likviditu právě splatných krátkodobých závazků. Představují rozdíl mezi pohotovými peněžními prostředky a okamžitě splatnými závazky [15].

$$\text{ČPP} = \text{pohotové peněžní prostředky} - \text{okamžitě splatné závazky}$$

Mezi pohotové prostředky se kromě hotovosti a zůstatku na běžném účtu také zahrnují krátkodobé cenné papíry a krátkodobé termínované vklady [15].

1.5.5 Souhrnné ukazatele

Souhrnné ukazatele slouží k zhodnocení celkové finanční situace obchodního závodu. Berou v úvahu výsledky dílčích analýz jednotlivých oblastí hospodaření v kontextu jejich vzájemného propojení a ovlivňování. Literatura rozlišuje dvě skupiny těchto ukazatelů, a to bankrotní modely a bonitní modely. Jak napovídá název, cílem bankrotních modelů je identifikovat, zda v blízké budoucnosti společnosti hrozí bankrot. Tyto modely vycházejí z likvidity, z výše čistého pracovního kapitálu a z rentability vloženého kapitálu. Bonitní modely jsou založeny na diagnostice finančního zdraví obchodního závodu pomocí bodového hodnocení za jednotlivé oblasti hospodaření. Dle těchto bodů je zařazen obchodní závod do určité kategorie. Zde jsou uvedeny dva bankrotní modely [15].

Altmanův model

Altmanův model, identifikátor bankrotu, vyjadřuje finanční důvěryhodnost obchodního závodu, neboť podává informace o celkové finanční situaci obchodního závodu. Zahrnuje v sobě všechny podstatné složky finanční analýzy, tedy rentabilitu, likviditu, zadluženost i strukturu kapitálu. Jednotlivým složkám je pak přiřazena váha, která odráží jejich význam pro finanční zdraví obchodního závodu. Tyto váhy se opírají o zobecnění výsledků velmi rozsáhlého empirického průzkumu v USA. Tento ukazatel v podmínkách

České republiky přináší určitá úskalí, neboť tato analýza byla zpracována pro podmínky rozvinutého kapitálového trhu [14].

$$Z = \frac{EBIT}{\text{celková aktiva}} \times 3,107 + \frac{\text{tržby}}{\text{celková aktiva}} \times 0,998 \\ + \frac{\text{tržní hodnota VK}}{\text{účetní hodnota dluhu}} \times 0,42 + \frac{\text{zisk z minulých let}}{\text{celková aktiva}} \times 0,847 \\ + \frac{\text{ČPK}}{\text{celková aktiva}} \times 0,998$$

Tento tvar rovnice platí pro společnosti uzavřené nebo společnosti, které nejsou obchodovány na kapitálovém trhu. V případě, že se nejedná o akciovou společnost, platí, že pokud je Z faktor vyšší než 2,90; je společnost ve výborném finančním zdraví. Pokud je hodnota Z faktoru v intervalu <1,21 – 2,89>, jde o tzv. „šedou zónu. Hodnoty menší než 1,21 interpretujeme tak, že společnost spěje k bankrotu [14].

Souhrnný index finanční důvěryhodnosti IN

Souhrnný index finanční důvěryhodnosti vychází ze snahy přizpůsobit model nestandardnímu prostředí. Jde tedy o určitý pokus úpravy Altmanovy analýzy pro podmínky České republiky [14].

Index IN95 sestavili manželé Neumaierovi. Zde je uveden pouze index IN05, jde o aktualizovaný index IN01, který spojuje východiska jak modelů spíše bonitního charakteru, tak modelů matematicko-statistických. Opět zde hrají roli různé ukazatele a k nim jsou přiřazeny určité váhy [15].

$$IN05 = 0,13 \times \frac{\text{celková aktiva}}{\text{cizí zdroje}} + 0,04 \times \frac{EBIT}{\text{úroky}} + 3,97 \times \frac{EBIT}{\text{celková aktiva}} \\ + 0,21 \times \frac{\text{výnosy}}{\text{celková aktiva}} \\ + 0,09 \times \frac{\text{oběžná aktiva}}{\text{krátkodobé závazky} + \text{krátkodobé bankovní úvěry}}$$

Pokud je index $IN05 > 1,6$, pak obchodní závod tvoří hodnotu. Jestliže je hodnota $< 0,9$, obchodní závod žádnou hodnotu netvoří a jeho finanční zdraví je špatné. Nachází-li se

index IN05 v intervalu $<0,9 - 1,6>$, jde o tzv. šedou zónu, tedy obchodní závod má nevyhraněnou finanční situaci [15].

1.6 Provozně potřebná a nepotřebná aktiva

Provozně potřebnými, tj. nutnými aktivy, jsou aktiva, která obchodní závod potřebuje ke své základní činnosti. Vychází se tedy z předpokladu, že obchodní závod má jedno základní zaměření, pro které byl zřízen. Všechna aktiva, která obchodní závod nezbytně nepotřebuje ke své základní činnosti, jsou aktivy nepotřebnými, tzn. jsou provozně nenutná. Provozně nenutná aktiva je nutné vyloučit a s nimi také výnosy a náklady, které s nimi souvisí. Proč? Část majetku nemusí být vůbec využívána, a tedy z něj nemusí plynout žádné, případně pouze malé, příjmy. Kdyby tyto aktiva nebyla vyloučena, mohlo by dojít k podhodnocení tohoto majetku nebo by tento majetek nebyl ohodnocen vůbec. Tyto aktiva je nutné vyčlenit i proto, že rizika s nimi spojená mohou být odlišná od rizika hlavního provozu obchodního závodu. Navíc k ohodnocení obou skupin aktiv je často třeba přistupovat odlišně a s použitím jiných metod. Je tedy nutné tyto aktiva ohodnocovat samostatně. Obvykle lze předpokládat, že aktiva nepotřebná lze samostatně prodat, zlikvidovat nebo pronajmout [2].

1.7 Provozně nutný investovaný kapitál

Pro minulé období je vhodné rozřadit kapitál investovaný do aktiv provozně potřebných. Často se takto rozřazený kapitál označuje jako provozně nutný investovaný kapitál a slouží k tomu, že odhadci napomáhá kvantifikovat předchozí úvahy, které se týkaly provozně potřebných a nepotřebných aktiv, a je důležitým východiskem dalších propočtů při ohodnocování obchodního závodu. Jeho propočet vychází z účetní rozvahy [2].

Bilanční sumu je nutné upravit tak, že z aktiv jsou vyloučeny položky, které je možno považovat za provozně nepotřebné, a oběžná aktiva jsou snížena o závazky, u kterých není možné přímo vyčíslit jejich náklady (tj. např. úroky). Typicky se jedná například o závazky vůči dodavatelům, zaměstnancům, státu apod. [2].

Provozně nutný investovaný kapitál se tedy získá jako součet provozně nutného dlouhodobého majetku a upraveného provozně nutného pracovního kapitálu [2].

1.8 Korigovaný provozní výsledek hospodaření

Korigovaný provozní výsledek hospodaření souvisí s nepotřebnými aktivy. Pokud jsou taková aktiva v obchodním závodu nalezena, je nutné zjistit, zda jsou s nimi spojené i nějaké výnosy či náklady, které ovlivňují výsledek hospodaření, a tyto položky vyloučit. Je vhodné takto upravovat provozní výsledek hospodaření. Po těchto úpravách je získán výsledek hospodaření, který byl tvořen provozně nutným investovaným kapitálem [2].

1.9 Generátory hodnoty obchodního závodu

Tato kapitola je vymezena pojmu generátorů hodnoty obchodního závodu. Generátory hodnoty se rozumí soubor několika základních podnikohospodářských veličin, které ve svém souhrnu určují hodnotu obchodního závodu [2].

Podnikohospodářské veličiny představují:

- tržby a jejich růst,
- marže korigovaného provozního zisku,
- investice do pracovního kapitálu,
- investice do dlouhodobého provozně nutného majetku,
- diskontní míru,
- způsob financování,
- dobu, po kterou je předpokládáno generování pozitivního peněžního toku, tj. doba existence obchodního závodu [2].

Dále jsou rozebrány první čtyři podnikohospodářské veličiny.

1.9.1 Tržby a jejich růst

Pro projekci tržeb je možné použít tři základní přístupy:

1. analýza historických dat,
2. analýza vnitřního potenciálu obchodního závodu,
3. kvalifikovaný názor analytiků na vývoj obchodního závodu, odvětví a ekonomiky jako celku [14].

Analýza historických dat

Je vhodné získat výsledné hodnoty různými přístupy a na jejich základě pak provést syntézu. V případě, že je použita analýza historických dat, doporučuje se vycházet z časové řady dlouhé 3-5 let, na základě které se odvodí tempo růstu tržeb [14].

Ke stanovení tempa růstu je vhodnější použít geometrický průměr, neboť lépe odpovídá zásadě opatrnosti. Předpokladem použití analýzy historických dat je kontinuita minulosti a budoucnosti. Dále je třeba věnovat pozornost variabilitě růstových měr obchodního závodu, například využitím statistických charakteristik, tj. směrodatná odchylka. Čím je variabilita nižší, tím lze předpokládat přesnější odhad. Neméně důležitá je i kvalita dosažených výnosů, tzn. že je nutné identifikovat jednorázové či krátkodobě působící vlivy, které dočasně rozkolísaly vývoj společnosti. Zdrojem může být například příloha k účetní závěrce. Současně je nutné se zabývat i citlivostí dat na změny hospodářského cyklu a velikostí obchodního závodu a fází jeho životního cyklu. Taktéž nelze opomenout případné zásadní změny ve strategickém řízení obchodního závodu [14].

Pro modelování historických dat lze využít například modely časových řad, modely regresní analýzy či průměr historických hodnot. Také lze využít Box-Jenkinsovy modely, které se navíc zabývají modelováním náhodné složky [14].

Analýza vnitřního potenciálu

Odvození tempa růstu lze také z analýzy vnitřního potenciálu, a to pomocí zejména dvou přístupů:

- na základě rentability vlastního kapitálu a aktivačního poměru – vnitřní míra růstu,
- na základě rentability vlastního kapitálu a kapitálové struktury obchodního závodu – udržitelná míra růstu [14].

Pro výpočet vnitřní míry růstu je možné použít následující vzorec:

$$g_n = ROE \times b,$$

kde:

g_n - tempo růstu,

b - aktivační poměr, tj. kolik z čistého zisku bude zpět reinvestováno do obchodního závodu při zajištění shodné návratnosti [14].

Kvalifikovaný názor analytiků

Na základě historie a současnosti obchodního závodu, jeho konkurence a stavu odvětví a ekonomiky předkládá analytik svůj názor na potenciální vývoj. Tito analytici jsou zpravidla v investičních či makléřských společnostech a bankách. Ačkoli jsou zde použita také tzv. měkká data, tj. neměřitelné prvky, lze oprávněně předpokládat, že tyto výroky mají shodnou, případně dokonce vyšší vypovídající schopnost než předchozí dva přístupy [14].

1.9.2 Marže korigovaného provozního zisku

Provozní zisková marže je definována jako podíl korigovaného provozního výsledku hospodaření před daněmi a odpočtem odpisů na tržbách. Důvodem, proč do tohoto provozního výsledku hospodaření nejsou zahrnuty odpisy, je to, že odpisy je vhodné analyzovat a prognózovat až v souvislosti s investicemi do dlouhodobého majetku [2].

Je vhodné zpracovat dvě nezávislé prognózy ziskové marže, tj. prognóza shora a zdola, a postupně je mezi sebou sladovat. Přístup k projekci shora je možno pokládat za základní, vychází z vývoje ziskové marže za minulé období, na něj se pak navazuje zdůvodnění vývoje budoucího. Přístup k projekci zdola vychází z prognózy nákladů, na základě kterých je pak odhadována zisková marže [2].

Postup prognózy ziskové marže shora:

1. Z minulých období se vypočte příslušný výsledek hospodaření a z něho se odvodí zisková marže v procentním vyjádření.
2. Zisková marže za minulé období a faktory, které na ni působí, jsou podrobeny analýze.
3. Na základě předchozího je nutné odhadnout, jak budou hlavní faktory ovlivňující ziskovou marži působit do budoucnosti a v souvislosti s tím stanovit odhad budoucích hodnot ziskové marže v procentním vyjádření.
4. Příslušný výsledek hospodaření v následujících letech se vypočte jako součin již dříve prognózovaných tržeb a odhadnuté ziskové marže [2].

Postup prognózy ziskové marže zdola:

1. Sestavení prognózy hlavních provozních nákladových položek, které mohou být prognózovány i ve formě podílu z tržeb.
2. Doplnění o méně významné provozní náklady a případně výnosy.
3. Dopočet příslušného výsledku hospodaření z rozdílu provozních výnosů a nákladů.
4. Z takto vypočteného zisku a tržeb dopočet ziskové marže [2].

1.9.3 Investice do pracovního kapitálu

Pracovní kapitál pro účely generátorů hodnot bude obsahovat dvě základní modifikace. Jednou z nich je odečítání nikoli krátkodobého cizího kapitálu od oběžných aktiv, ale neúročeného cizího kapitálu. Druhou modifikací je to, že veličiny jsou započítávány pouze v rozsahu provozně nutném. Postup je založen na tom, aby bylo možné zjistit náročnost růstu výkonů obchodního závodu na pracovní kapitál [2].

Pro provozně nutný krátkodobý finanční majetek se obvykle pracuje s absolutními hodnotami zjištěnými odhadem nebo dopočtenými ze stanoveného limitu likvidity. Položky časového rozlišení opět se odhadují v absolutní hodnotě, nebo jsou ponechány ve stejné výši, jakou mají k datu ohodnocení či jsou plánovány v procentech z tržeb, což však nemusí být vždy vhodné [2].

Analýzu a plánování pohledávek, zásob a závazků lze provádět prostřednictvím analýzy náročnosti výkonů na jednotlivé složky pracovního kapitálu v minulosti. Nejprve je nutné z minulých časových řad vyloučit provozně nepotřebný majetek (tj. nadbytečné nebo nepotřebné zásoby, pohledávky nesouvisející s provozem apod.). V dalším kroku je třeba vyjádřit vazbu mezi výkony a složkami pracovního kapitálu, a to jakýmkoli ukazatelem, který dává do poměru výkony a sledovanou rozvahovou položku. Pro praktický postup se doporučuje ukazatel doby obratu ve dnech, tj. $\frac{\text{položka pracovního kapitálu}}{\frac{\text{tržby}}{365}}$. Je možné

použít pro vyjádření objemu výkonů tu položku, která má nejužší vztah k dané rozvahové položce, nicméně podmínkou je, že ukazatel musí být stejně vyjádřený pro analýzu minulosti i pro prognózu. Po takovém to vyjádření je ještě nutné zjistit hlavní faktory, které ovlivňují jednotlivé položky a učinit předpoklady ohledně působení zjištěných

faktorů do budoucnosti. V souvislosti s tím pak stanovit odhad vývoje náročnosti výkonů na položky pracovního kapitálu v budoucích letech [2].

Analýzu a projekci v relativních hodnotách je vhodné doplnit o absolutní hodnoty. Jedním ze závěrů těchto propočtů je koeficient náročnosti růstu tržeb (X) na pracovní kapitál (WC – working capital) v časové řadě, který lze zjistit takto:

$$\frac{\Delta WC}{\Delta X}, \text{ případně jako prostý podíl } \frac{WC}{X} [2].$$

1.9.4 Investice do dlouhodobého provozně nutného majetku

Investice do dlouhodobého majetku se opět týkají tohoto majetku pouze v rozsahu provozně nutném. Vhodným východiskem je opět analýza minulosti. Pokud je k dispozici delší časová řada a jsou-li známy tendence v technickém vývoji a cenách, je možné odvodit poměrně spolehlivou závislost investičního majetku na výkonech [2].

Globální přístup je vhodný v případech, kdy investice do dlouhodobého majetku mají do značné míry průběžný charakter. Vychází z analýzy využití provozně nutného dlouhodobého majetku ve vztahu k tržbám. Výsledkem je koeficient náročnosti tržeb na investice (k_{DM}), resp. koeficient náročnosti růstu tržeb na investice netto (k_{DMn}). Je-li k dispozici projekce budoucích tržeb, je možné odhadnout potřebné přírůstky provozně nutného dlouhodobého majetku [2].

$$k_{DM} = \frac{\text{provozně nutný DM}}{\text{tržby}}, \text{ resp. } k_{DMn} = \frac{\Delta \text{provozně nutného DM}}{\Delta \text{tržeb}}$$

Přístup podle hlavních položek je použitelný pro nejbližší období. Vychází se z konkrétních podnikových investičních plánů zahrnujících jednotlivé akce a projekty [2].

Přístup založený na odpisech vychází z toho, že plány investic je možné kontrolovat vzhledem k relaci k odpisům. Až na určité výjimky je možné předpokládat, že investice pod úrovní odpisů nebudou u většiny obchodních závodů stačit k dlouhodobému přežití nebo dokonce růstu [2].

1.9.5 Předběžné ohodnocení pomocí generátorů hodnot

Pokud jsou generátory hodnot zdůvodněny finanční analýzou, lze je použít přímo k prvnímu odhadu hodnoty obchodního závodu. Výnosovou hodnotu obchodního závodu jako celku (H_b) lze odhadnout s použitím následujícího vzorce:

$$H_b = \frac{X_{t-1} * r_{ZPx} * (1 - d) - X_{t-1} * g * (k_{WC} + k_{DMn})}{i_k - g},$$

kde:

X – velikost tržeb za zboží a vlastní výroby,

g – tempo růstu tržeb,

r_{ZPx} – provozní zisková marže propočtená z korigovaného výsledku hospodaření,

d – sazba daně z korigovaného výsledku hospodaření,

k_{WC} – koeficient náročnosti růstu tržeb na růst pracovního kapitálu,

k_{DMn} – koeficient náročnosti růstu tržeb na růst dlouhodobého majetku,

i_k - předběžně odhadnutá diskontní míra,

t – rok [2].

1.10 Finanční plán

Při použití některých z výnosových metod ohodnocení je vhodné sestavit kompletní finanční plán, který se skládá z hlavních účetních výkazů, jako je výkaz zisků a ztrát, rozvaha a výkaz peněžních toků [2].

Finanční plán je součástí podnikového plánu, který zahrnuje plán prodeje v členění umožňujícím odhad budoucích výnosů. Jeho součástí jsou dále plány produkce a navazující odhad budoucích nákladů, plány kapacit promítající se do plánů investic, pracovního kapitálu, údržby a obnovy a odpisů. Dále plán pracovních sil, který má dopad do osobních nákladů. Sestavit plán provozního výsledku hospodaření, jakožto i daní a podílů na zisku, umožňuje plán budoucích provozních výnosů a nákladů. Plán provozního výsledku hospodaření je podkladem pro plán provozního peněžního toku, který zase spolu

s plánem investic umožňuje sestavit celkový peněžní tok. Plánovaná rozvaha je pak závěrečným dokumentem pro všechny roky zvoleného plánového horizontu [2].

Pro sestavení finančního plánu jsou stěžejní položky, které jsou naplánované již z předchozího kroku, tj. z analýzy a prognózy generátorů hodnoty. Těmito položkami jsou tržby, zisková marže a z ní zjištěný provozní zisk v peněžním vyjádření, případně i nákladové položky. Dále plánovaná výše zásob, pohledávek a závazků a prognóza investic do dlouhodobého majetku. V rámci finančního plánu se tyto položky doplní o:

- plán financování,
- některé další méně významné položky,
- položky nesouvisející s hlavním provozem obchodního závodu,
- předpokládané výplaty dividend nebo podílů na zisku,
- formální dopočty pro kompletní sestavení finančních výkazů dosud nezachycené [2].

Plán financování je nezbytný k tomu, aby bylo možné ověřit reálnost prognózy generátorů hodnot. Jedná se o předpokládané splátky úvěrů, přijímání nových úvěrů, případně o potřebné navýšení vlastního kapitálu. Tento plán je také nutný k odhadu nákladů kapitálu při určování diskontní míry, pokud je diferencována dle jednotlivých let [2].

1.11 Výnosové metody ohodnocení

Výnosové metody ohodnocení vychází z poznatku, že hodnota statku je určena očekávaným užitekem pro jeho držitele. U statků jako je obchodní závod jsou tímto užitekem očekávané výnosy. Za tyto výnosy se považují peněžní příjmy plynoucí z ohodnocovaného statku jeho držiteli. Jako základ ohodnocení je však možné použít i jinak chápané výnosy. Na základě toho, jak lze chápat výnosy v obecném vyjádření, se rozlišují jednotlivé výnosové metody pro ohodnocení obchodního závodu.

V rámci diplomové práce jsou použity níže uvedené výnosové metody ohodnocení:

- metoda diskontovaného peněžního toku (DCF),
- metoda ekonomické přidané hodnoty (EVA) [2].

1.11.1 Metoda diskontovaného peněžního toku (DCF)

Mezi základní výnosovou metodu patří metoda diskontovaného peněžního toku (DCF). Jelikož jsou peněžní toky reálným příjmem a tedy reálným vyjádřením užítu z drženého statku, přesně odrážejí teoretickou definici hodnoty [2].

Rozlišují se tři základní techniky pro výpočet výnosové hodnoty obchodního závodu metodou DCF:

- metoda entity – obchodní závod jako celek,
- metoda equity – obchodní závod jako vlastní kapitál,
- metoda APV – upravená současná hodnota [2].

Smyslem je zjistit hodnotu čistého obchodního majetku (tj. „vlastního kapitálu“), jednotlivé metody se však liší podle toho, jak k této hodnotě dospějí. V rámci diplomové práce je použita metoda DCF entity, která je považována za základní způsob ohodnocení. Zahrnuje výpočet o dvou krocích. Diskontováním peněžních toků, které by byly k dispozici jak pro vlastníky, tak pro věřitele, je získána hodnota obchodního závodu jako celku (H_b). Od této hodnoty se následně odečte hodnota cizího kapitálu ke dni ohodnocení a je tak získána hodnota vlastního kapitálu (H_n) [2].

V případě použití metody DCF entity je třeba určit, kolik peněz je možno vzít z obchodního závodu, aniž by byl narušen jeho předpokládaný vývoj. Východiskem je peněžní provozní tok. Od něj je třeba odečíst investice, které jsou podmínkou dosažení určité výše peněžních toků v budoucnosti. Výsledkem je tzv. volné cash flow (FCF – free cash flow), kterým se rozumí tvorba peněžních prostředků, které jsou k dispozici jak vlastníkům, tak věřitelům. Strukturu výpočtu volného cash flow je možné vidět v tabulce níže [2].

Tabulka 1: Struktura výpočtu volného cash flow

[Zdroj: Vlastní zpracování dle: [2]]

	<i>Korigovaný provozní výsledek hospodaření před daněmi ($KPVH_p$)</i>
	<i>- upravená daň z příjmů (= $KPVH_p$ * daňová sazba)</i>
	<i>= korigovaný provozní výsledek hospodaření po daních ($KPVH$)</i>
	<i>+ odpisy</i>

	+ ostatní náklady započtené v provozním VH, které nejsou výdaji v běžném období
	= předběžný peněžní tok z provozu - investice do upraveného provozně nutného pracovního kapitálu - investice do pořízení dlouhodobého provozně nutného majetku
	= volný peněžní tok (FCF)

Pojem volné cash flow (FCF) je pojem obecnější než pojem FCFF, který se v souvislosti s touto metodou také používá. FCFF vychází z anglického *free cash flow to firm* a jedná se již o konkrétní variantu FCF pro metodu DCF entity [2].

Korigovaný provozní výsledek hospodaření pro výpočet FCFF

FCFF vypočte nepřímou metodou, jejímž východiskem je výsledek hospodaření. Jak je možné vidět v tabulce schématu pro výpočet FCF, vychází se z korigovaného provozního výsledku hospodaření. Tento korigovaný provozní výsledek hospodaření je v podstatě stejný jako výsledek hospodaření pro ekonomickou přidanou hodnotu, označován jako NOPAT (*net operating profit after tax* – čistý operační zisk po zdanění) nebo NOPBT (*net operating profit before tax* – čistý operační zisk před zdaněním). Pro takovýto výsledek hospodaření by měly platit tyto 3 zásady:

1. Neměly by být odpočítány náklady na cizí kapitál, důvodem je získat zisk a cash flow, které je k dispozici jak pro vlastníky, tak pro věřitele.
2. Neměl by obsahovat žádné jednorázové položky, jež se nebudou pravidelně opakovat, jelikož hodnotu obchodního závodu tvoří pouze výsledky hospodaření trvalého charakteru.
3. Neměl by obsahovat žádné výnosy a náklady související s majetkem provozně nepotřebným, které jsou z provozně nutného investičního kapitálu vyřazeny již v předchozích krocích [2].

Tabulka 2: Struktura výpočtu korigovaného provozního výsledku hospodaření

[Zdroj: Vlastní zpracování dle: [2]]

<i>Provozní výsledek hospodaření (z výsledku zisku a ztráty)</i>
- provozní výnosy jednorázové a nesouvisející s provozním majetkem
+ provozní náklady jednorázové a nesouvisející s provozním majetkem
+ výnosy z finančních investic a výnosové úroky, pokud plynou z provozně nutného majetku
- finanční náklady související s provozně potřebným majetkem
= korigovaný provozní výsledek hospodaření

Investice pro výpočet FCFF

Investicemi pro výpočet FCFF se rozumí brutto investice, tedy veškeré investiční výdaje bez ohledu na to, zda jde o investice nahrazující stávající majetek nebo zda jde o investice rozšiřovací. Tyto investice lze rozdělit na část zajišťující obnovu a část zajišťující rozšíření (tj. investice netto). Pro účely takového rozdělení investic se používá výše odpisů v daném roce. Jako obnovu lze označit ty roční investice, které jsou do výše odpisů v daném roce, zbývající část se označuje jako investice netto. Pokud se v daném roce investuje méně, než činí roční odpisy, mohou nabývat investice netto záporných hodnot [2].

$$Investice\ brutto = odpisy + investice\ netto$$

Investice potřebné pro výpočet volného peněžního toku lze nejlépe zjistit z velikosti provozně nutného investovaného kapitálu v jednotlivých letech. Investovaný kapitál představuje velikost provozně nutného majetku a současně také kapitálu, který je v tomto majetku vázaný, vyjádřenou ke konci roku a v zůstatkových hodnotách, stejně jako účetní rozvaha. Proto lze použít pro výpočet investic následující vztahy:

$$I_{netto\ t} = K_t - K_{t-1},$$

$$I_{brutto\ t} = K_t - K_{t-1} + O_t,$$

kde:

$I_{netto\ t}$, $I_{brutto\ t}$ - představují investice do provozně nutného investovaného kapitálu v roce t ,

K_t - představuje provozně nutný investovaný kapitál ke konci roku t ,

O_t - představují odpisy v roce t [2].

Volný peněžní tok je možné počítat dvojím způsobem. Struktura výpočtu je zachycena v tabulce níže [2].

Tabulka 3: Struktura výpočtu FCFF

[Zdroj: Vlastní zpracování dle: [2]]

Korigovaný provozní zisk po dani	Korigovaný provozní zisk po dani
+ odpisy provozně nutného majetku	- investice netto do provozně nutného DM
- investice brutto do provozně nutného DM a pracovního kapitálu	a pracovního kapitálu
=FCFF	=FCFF

Technika propočtu hodnoty obchodního závodu a volba časového horizontu

Celkovou hodnotou obchodního závodu se rozumí výnosová hodnota investovaného kapitálu. Tu je možné získat prostřednictvím diskontování peněžních toků plynoucích z hlavního provozu obchodního závodu. Tato hodnota se sníží o hodnotu úročených dluhů k datu ohodnocení, protože tato metoda implicitně počítá pouze s plným financováním pomocí vlastních zdrojů. V závěrečném kroku ohodnocování k provozní hodnotě vlastního kapitálu se přičte hodnota neprovozních aktiv k datu ohodnocení. Hodnotu obchodního závodu jako celku (H_b) lze určit dle obecného výrazu:

$$H_b = \sum_{t=1}^n \frac{FCFF_t}{(1 + i_k)^t},$$

kde:

$FCFF_t$ – volné cash flow do firmy v roce t ,

i_k - kalkulovaná úroková míra (tj. diskontní míra),

n – počet let předpokládané existence obchodního závodu [2].

V praxi se však obvykle předpokládá, že obchodní závod bude existovat nekonečně dlouho, tj. pracuje se s předpokladem „going concern“. Tento problém řeší standardní dvoufázová metoda, která je také v praxi nejčastěji užívána. Tato metoda vychází z představy, že budoucí období lze rozdělit na dvě fáze. První fáze zahrnuje období, pro které lze vypracovat prognózu volného peněžního toku pro jednotlivá léta. Druhá fáze představuje pak období od konce první fáze do nekonečna, tzv. pokračující hodnota (*continuing value*). Hodnota obchodního závodu dle této metody se vypočte pomocí následujícího vzorce:

$$H_b = \sum_{t=1}^n \frac{FCFF_t}{(1 + i_k)^t} + \frac{PH}{(1 + i_k)^T},$$

kde:

T – znázorňuje délku první fáze v letech,

PH – je pokračující hodnota,

i_k - kalkulovaná úroková míra na úrovni WACC [2].

Pro výpočet pokračující hodnoty se používá například Gordonův vzorec:

$$PH \text{ v čase } T = \frac{FCFF_{T+1}}{i_k - g},$$

kde:

T – poslední rok prognózovaného období,

i_k - průměrné náklady kapitálu (tj. kalkulovaná úroková míra),

g – předpokládané tempo růstu volného peněžního toku během celé druhé fáze, tj. do nekonečna [2].

Hodnotu $FCFF_{T+1}$ je nutno odhadnout. Nejčastěji se pro tento odhad používá následující vzorec:

$$FCFF_{T+1} = FCFF_T \times (1 + g) [2].$$

Při odhadu parametru g , čili tempa růstu, je nutné respektovat určité limity. Spodní limit v podstatě neexistuje, nicméně tento růst by měl být stanovený alespoň na úrovni dlouhodobě očekávané inflace. Horním limitem je pak dlouhodobě udržitelná míra růstu HDP [17].

Při odhadu pokračující hodnoty obchodního závodu je ale důležité se zaměřit také na samotnou projekci FCF, kdy je nutné, aby již poslední explicitně vyjádřený peněžní tok byl trvale udržitelný. Aby tomu tak bylo, jistá stabilizace by měla nastat již v roce předcházejícím, tj. v předposledním roce explicitní projekce. Významným parametrem nejen při odhadu tempa růstu g , ale i při plánování FCF je RONIC, která je současně měřítkem přiměřenosti investic. V dlouhodobém období se tato rentabilita blíží rentabilitě celkového investovaného kapitálu (ROIC). Jestliže se RONIC přibližuje nákladům kapitálu, pak se citlivost pokračující hodnoty na míru růstu snižuje. Lze hovořit o tom, že spodním limitem RONIC jsou obvykle náklady kapitálu. Vymezení horního limitu se liší v závislosti na jednotlivých autorech, a to buď na úrovni nákladů kapitálu či o několik % nad úrovní nákladů kapitálu [17].

Nicméně při aplikaci Gordonova vzorce se doporučuje využít tzv. normalizovaného FCFF, které má následující tvar:

$$FCFF_{T+1} = KPVH_{T+1} \times (1 - m_i),$$

kde:

$KPVH_{T+1}$ – korigovaný provozní výsledek hospodaření po upravených daních v prvním roce po uplynutí období prognózy,

m_i – míra investic.

Pro odhad $KPVH_{T+1}$ se využívá následující způsob:

$$KPVH_{T+1} = KPVH_T \times (1 + g) [2].$$

Míru investic je možné vypočítat takto:

$$m_i = \frac{g \times K_T}{KPVH_{T+1}},$$

kde:

K_T - provozně nutný investovaný kapitál posledního roku období prognózy [2].

Po dosazení do Gordonova vzorce je získána provozní hodnota brutto obchodního závodu. Tuto hodnotu je nutné ještě upravit o hodnotu úročených závazků k datu ohodnocení, které je třeba odečíst, a přičíst hodnotu provozně nenutného majetku. Tímto způsobem se získá konečná hodnota obchodního závodu, tj. hodnota vlastního kapitálu obchodního závodu [2].

1.11.2 Metoda ekonomické přidané hodnoty

Ekonomická přidaná hodnota (*EVA – economic value added*) je veličina, jenž lze využít jako nástroj finanční analýzy, k řízení a ohodnocování obchodního závodu. Jedná se v podstatě o ukazatel výnosnosti překonávající nedostatky ukazatelů, které se dosud pro tento účel používaly. Jejím základním principem je to, že měří ekonomický zisk. Tohoto ekonomického zisku je dosaženo tehdy, když obchodní závod uhradí nejen běžné náklady, ale i náklady kapitálu vlastního. Lze tedy říci, že pokud je kladný účetní zisk větší než náklady na vložený vlastní kapitál, obchodní závod dosahuje ekonomického zisku [2].

Základní výpočet ukazatele EVA je následující:

$$EVA_t = NOPAT_t - NOA_{t-1} \times WACC_t,$$

kde:

NOPAT (*net operating profit after taxes*) - je zisk z hlavního provozu obchodního závodu po dani,

NOA (*net operating assets*) - čistá operační aktiva značí kapitál, který je vázaný v aktivech sloužících hlavní provozní činnosti,

WACC - průměrné vážené náklady kapitálu [2].

Pro výpočet NOA je východiskem rozvaha, kde je třeba provést určité úpravy:

- z celkových aktiv se vyloučí neoperační aktiva,

- aktiva se sníží o neúročený cizí kapitál,
- vyloučí se mimořádné položky,
- účetní aktiva se převede na skutečná aktiva [2].

Pro určení velikosti operačního výsledku hospodaření, tj. NOPATU, se provedou následující úpravy, které jsou zaznamenány v tabulce.

Tabulka 4: Výpočet NOPAT

[Zdroj: Vlastní zpracování dle: [2]]

VH za běžnou činnost

+ nákladové úroky
- výnosy z neoperačního majetku (tj. zejména finanční výnosy)
+ náklady na neoperační majetek
+ odpisy goodwillu, má-li trvalý charakter
+ původní náklady s investičním charakterem
- odpisy nehmotného majetku vytvořeného aktivací těchto nákladů
+ leasingová platba
- odpisy majetku pronajatého na leasing
- neobvyklé zisky
+ neobvyklé ztráty
Eliminace tvorby a rozpouštění nákladových rezerv

Úprava daní na úroveň NOPAT

Při použití metody EVA jako nástroje ohodnocení lze opět využít několika variant jako v případě metody DCF. I zde je však přistoupeno k variantě, která se obvykle používá v praxi, a to varianta entity. Základní schéma pro tuto variantu je možné vidět níže [2].

Tabulka 5: Tržní hodnota vlastního kapitálu

[Zdroj: Vlastní zpracování dle: [2]]

Tržní hodnota operačních aktiv

+ tržní hodnota neoperačních aktiv
- tržní hodnota úročených závazků
= tržní hodnota vlastního kapitálu

Hodnota operačních aktiv je při této metodě ohodnocování dána součtem:

$$NOA + \text{tržní přidaná hodnota (MVA)} = \text{tržní hodnota operačních aktiv} [2].$$

MVA (market value added) představuje současnou hodnotu budoucích EVA. Jinými slovy EVA měří úspěch společnosti během minulých let, MVA naopak nabízí pohled do budoucnosti, který odráží očekávání trhu ohledně perspektiv společnosti. MVA lze zjistit dvěma způsoby:

- ex post, čili jako diferenci mezi tržní hodnotou obchodního závodu jako celku a hodnotou jeho aktiv (NOA),
- ex ante představuje současnou hodnotu budoucích operačních nadzisků (EVA) [2].

Opět je zvolena dvoufázovou metodu, přičemž druhá fáze bývá obvykle počítána jako věčná renta ze stabilní EVA do nekonečna. I zde však lze počítat s určitým tempem růstu. Vzorec hodnoty obchodního závodu:

$$H_n = NOA_0 + \sum_{t=1}^T \left[\frac{EVA_t}{(1 + WACC)^t} \right] + \frac{EVA_{T+1}}{WACC \times (1 + WACC)^T} - D_0 + A_0$$

kde:

H_n – hodnota vlastního kapitálu obchodního závodu,

EVA_t - EVA v roce t ,

NOA_0 - čistá operační aktiva k datu ohodnocení,

T – počet let explicitně plánovaných EVA,

$WACC$ – průměrné vážené náklady,

D_0 - hodnota úročených dluhů k datu ohodnocení,

A_0 – ostatní, tj. neoperační aktiva k datu ohodnocení [2].

1.11.3 Vztah mezi metodou EVA a metodou DCF

Obě výnosové metody, které jsou zde uvedené, dávají stejný výsledek, pokud:

- jsou v obou metodách použity stejné WACC,
- je použit stejný zisk, tedy volné peněžní toky u metody DCF vychází z NOPAT,
- NOA u metody EVA je stejný jako investovaný provozně nutný kapitál u metody DCF [2].

Je tedy nutné před samotným výpočtem provést úpravy účetních výkazů a následně tyto upravená data pro obě metody čerpat [2].

1.11.4 Diskontní míra

Diskontní mírou je promítán do hodnoty obchodního závodu faktor času a faktor rizika. Díky ní je možné vyjádřit požadavky investorů na výnosnost tak, aby tato výnosnost byla úměrná riziku. Očekávaná výnosnost by však měla být opřena o reálnou možnost dosáhnout této výnosnosti při alternativním využití téhož kapitálu. Jedná se tedy primárně o náklady ušlé příležitosti, současně je však také vyjádřením nákladů na kapitál z hlediska obchodního závodu, který tento kapitál přijímá [2].

Budoucí příjmy nemají pro svého příjemce rovnocenný význam. Jde o tzv. časovou hodnotu peněz, příjem získaný dříve má větší význam než příjem získaný později, protože příjemce může získané prostředky dříve investovat a tím dosáhnout dalšího výnosu. Je nutné tedy všechny budoucí příjmy přepočítat k datu ohodnocení, čili zjistit jejich současnou hodnotu [2].

Současná hodnota (dále SH) jednotlivé částky = $částka \times \frac{1}{(1+i)^n}$ [2].

Důležitá je i pravděpodobnost, s jakou částky držitel aktiva získá. Hodnota aktiva bude vyšší, pokud jsou očekávané příjmy poměrně jisté a naopak. Riziko lze chápat jako důsledek nejednoznačnosti budoucího vývoje výnosů hospodářské činnosti. Riziko je tedy tím větší, čím více se může skutečný výsledek lišit od očekávaného. Mírou rizika je pak velikost rozptylu očekávaných výnosů, čili směrodatné odchylky těchto výnosů [2].

Odhad diskontní míry je důležitý zejména pro metodu DCF. Tuto diskontní míru je možné stanovit na úrovni průměrných vážených nákladů kapitálu [2].

1.11.5 Průměrné vážené náklady kapitálu (WACC)

Průměrné vážené náklady kapitálu (*WACC – weighted average cost of capital*) odpovídají celkové míře výnosnosti, kterou investoři očekávají ze svých investic do obchodního závodu. Naopak z pohledu obchodního závodu představuje tato veličina náklady na kapitál, který investoři poskytnou. Vzorec pro výpočet průměrných vážených nákladů kapitálu je následující:

$$WACC = r_d \times (1 - t) \times \frac{D}{C} + r_e \times \frac{E}{C},$$

kde:

r_d – náklady na cizí kapitál, tj. úrok,

t – sazba daně z příjmů právnických osob,

D – tržní hodnota úročeného cizího kapitálu,

C – celkový dlouhodobě investovaný kapitál,

r_e – náklady na vlastní kapitál (očekávaná výnosnost vlastního kapitálu),

E – tržní hodnota vlastního kapitálu [14], [16].

V případě bankovních úvěrů lze vycházet z účetně vykazovaných hodnot, pokud lze předpokládat, že platby nejsou ohroženy více, než bylo očekáváno v období, kdy banka úvěr poskytla [16].

Náklady na cizí kapitál

Náklady cizího kapitálu se vypočtou jako vážený průměr z efektivních úrokových měr, které obchodní závod platí z nejrozličnějších forem cizího kapitálu. Pro výpočet této efektivní úrokové míry platí následující vztah:

$$D = \sum_{t=1}^n \frac{U_t \times (1 - d) + S_t}{(1 + i)^t},$$

kde:

D – čistá částka peněz získaná výpůjčkou,

U_t – úrokové platby,

d – sazba daně z příjmů,

S_t – splátka dluhu za dohodnutý časový interval,

n – počet období, kdy jsou prováděny platby z dluhu,

i – hledaná úroková míra vyjadřující výši efektivního úroku [16].

Je třeba si uvědomit, že při použití tohoto vzorce jsou již náklady na cizí kapitál očištěné o daň a nelze tedy po dosazení do vzorce pro WACC tyto náklady znovu násobit výrazem $(1 - d)$ [16].

Alternativní postup pro odhad nákladů cizího kapitálu založený na tržních datech:

$$n_D = r_f + RP_D,$$

kde:

n_D – náklady cizího kapitálu,

r_f – bezriziková výnosová míra na úrovni státních dluhopisů,

RP_D – riziková prémie cizího kapitálu stanovená dle ratingu daného dluhu [16].

Náklady na vlastní kapitál

K určení nákladů na vlastní kapitál je možné využít různé přístupy. Obvykle se používá model oceňování kapitálových aktiv (*CAPM – capital assets pricing model*). Tento model má následující tvar:

$$r_e = r_f + \beta \times (r_m - r_f),$$

kde:

r_e – očekávaná výnosová míra,

r_f – bezriziková výnosová míra (tj. pro ČR úroveň výnosnosti dlouhodobých státních dluhopisů),

β – koeficient beta,

r_m – očekávaná výnosnost kapitálového trhu (tržního portfolia) [2], [17].

Koeficient β zde představuje jediný faktor, který se váže ke konkrétnímu obchodnímu závodu a vyjadřuje úroveň systematického rizika daného aktiva. Rozdíl očekávané výnosnosti kapitálového trhu a bezrizikové výnosnosti představuje prémii za tržní riziko. Ačkoli tento model obsahuje různé slabiny v podobě předpokladu dokonalého trhu a plánu pro jedno období, je nejvyužívanějším nástrojem pro odhad nákladů na vlastní kapitál odvozený z tržních dat [2].

Koeficient β pro budoucí období lze odhadnout pomocí minulého vývoje (tj. historické β), metodou analogie nebo na základě analýzy působících faktorů [2].

Pomocí metody analogie je možné vypočítat β koeficient následně:

$$\beta_Z = \beta_N \times \left(1 + (1 - d) \times \frac{CK}{VK}\right),$$

kde:

β_Z - beta vlastního kapitálu u zadluženého obchodního závodu,

β_N - beta vlastního kapitálu u nezadluženého obchodního závodu,

d – sazba daně z příjmů,

CK – tržní hodnota cizího kapitálu,

VK – tržní hodnota vlastního kapitálu [2].

2 PŘEDSTAVENÍ SPOLEČNOSTI AGADOS, spol. s r. o.

Obchodní název:	Agados, spol. s r. o.
Právní forma:	Společnost s ručením omezeným
Sídlo:	Průmyslová 2081, 594 01 Velké Meziříčí
IČ:	43 37 83 91
Vznik:	31. prosince 1991



Obrázek 1: Logo

[Zdroj: [19]]

Agados, spol. s r. o. se zabývá výrobou a prodejem přívěsů a činnostmi s tím souvisejícími. Sídli ve Velkém Meziříčí, kde se nachází také prodejna. Samotná společnost vznikla v roce 1991 z tehdejší společnosti Agrostroj Pelhřimov, která se do té doby zabývala výrobou mlýnských strojů, rozmetadel chlévské mrvy a jiných zemědělských strojů, a také stavbou krmných sil. Nápad vyrábět přívěsy vznikl po oslovení belgickou firmou, která v té době hledala dodavatele, a nakonec se jej podařilo i zrealizovat. V samotných začátcích vyráběl Agados, spol. s r. o. pouze dva typy přívěsů. V současné době je jedním z největších evropských výrobců přívěsů v kategorii O1 a O2 (celková hmotnost přívěsů do 750 kg a do 3 500 kg) a předním výrobcem v České republice. V jednotlivých evropských státech i na území České republiky je zastoupen prostřednictvím svých poboček a dealerů. V roce 2006 se tato společnost přestěhovala do nových prostor a tím si zajistila kapacitu i potenciál pro další růst [19].

Strategií společnosti je uspokojit co nejvíce zákazníků. Ti si proto mohou vybrat přívěsy z široké palety vyráběných brzděných a nebrzděných typů různého použití, rozměrů, použitého materiálu a bohatého příslušenství. Snahou společnosti je také to, aby přívěs

zákazníkovi sloužil po dlouhá léta, a proto zajišťuje i kompletní servis a prodej náhradních dílů i na starší typy přívěsů [19].

Dceřiné společnosti obchodního závodu Agados, spol. s r. o.:

- AGADOS SLOVAKIA s. r. o., Dolná 142, 900 01 Modra, Slovenská republika,
- AGADOS ANHÄNGER GmbH., Schwedter Strasse 20a, 162 78 Felchow, Deutschland [19].

Předmětem podnikání obchodního závodu Agados, spol. s r. o. je:

- výroba, nákup a prodej strojírenských výrobků, jejich příslušenství,
- zprostředkovatelská, propagační, marketingová a maloobchodní činnost a zahraničně obchodní činnost,
- koupě zboží za účelem jeho dalšího prodeje a prodej, vyjma zboží vyhrazeného zákonem č. 455/91 Sb. o živnostenském podnikání,
- zámečnictví,
- kovoobrábění,
- silniční motorová doprava nákladní,
- práce mechanizačními prostředky,
- nákup, prodej a skladování zkapalněných uhlovodíkových plynů v tlakových nádobách, včetně jejich dopravy,
- velkoobchod,
- specializovaný maloobchod,
- pronájem a půjčování věcí movitých,
- zámečnictví, nástrojářství,
- obráběčství,
- silniční motorová doprava - nákladní vnitrostátní provozovaná vozidla o největší povolené hmotnosti do 3,5 tuny včetně, - nákladní vnitrostátní provozovaná vozidla o největší povolené hmotnosti nad 3,5 tuny, - nákladní mezinárodní provozovaná vozidla o největší povolené hmotnosti do 3,5 tuny včetně, - nákladní mezinárodní provozovaná vozidla o největší povolené hmotnosti nad 3,5 tuny,
- výroba, obchod a služby neuvedené v přílohách 1 až 3 živnostenského zákona [20].

Export zejména do:

- Německo,
- Rakousko,
- Slovensko,
- Slovinsko,
- Bulharsko,
- Švýcarsko,
- Švédsko,
- Norsko,
- Finsko [21].

3 STRATEGICKÁ ANALÝZA

Před přistoupením k samotnému ohodnocení obchodního závodu Agados, spol. s r. o. je nutné nejprve provést strategickou analýzu. V rámci této analýzy je zkoumáno jak vnější prostředí, tak prostředí vnitřní, respektive vnitřní potenciál.

3.1 Analýza vnějšího prostředí

Za účelem zkoumání vnějšího prostředí je využito PEST analýzy. Tato analýza zkoumá jednotlivé faktory, které toto prostředí ovlivňují.

3.1.1 PEST analýza

PEST analýza se zabývá zkoumáním makrookolí společnosti. Základní oblasti předmětu zkoumání jsou politické a legislativní, ekonomické, sociální a technologické faktory.

Politické a legislativní faktory

Co se týče politických a legislativních faktorů, je zjevné, že každá společnost se musí řídit řadou zákonů a vyhlášek z různých oblastí. Zásadní roli v této oblasti hraje však stabilita národního politického prostředí a vztah s ostatními zeměmi. Vzhledem k tomu, že Agados, spol. s r. o. exportuje do zahraničí, a to především do zemí Evropské unie, je nutné se zabírat otázkou mezinárodních vztahů.

Stabilitu národního prostředí lze vyvozovat z četnosti různých změn v oblasti politické a legislativní. Ale i přes to, že je možné pozorovat řadu změn například v oblasti novelizací zákonů, Česká republika se pyšní relativně stabilním prostředím. Toto je možné vyvozovat z Posudku k žádosti České republiky o členství v Evropské unii z roku 1997, kde Komise uvádí, že Českou republiku lze považovat za zemi s fungujícím tržním hospodářstvím. Ačkoli se jedná o starší zdroje, není důvod se domnívat, že tomu je dnes jinak [22].

Co se týče mezinárodních vztahů, Česká republika je od roku 2004 mimo jiné členem Evropské unie. V tomto směru dochází k postupné harmonizaci na evropské úrovni. Z obecného vývoje v oblasti zahraniční politiky je zjevné, že role mezinárodních organizací značně vzrostla a s tím i budování mezinárodních vztahů [23].

V oblasti změn v legislativě například bylo nutné zavést od března roku 2017 elektronickou evidenci tržeb, která nyní bez problémů funguje [24]. Co se týče plánovaných změn v této oblasti, Agados má díky účasti v představenstvu Sdružení automobilového průmyslu přednostní přístup k informacím, které se týkají právě potenciálních změn v legislativě, nicméně aktuálně nejsou známy žádné takové změny, které by mohly ohrozit fungování společnosti [21].

Samozřejmě je třeba tuto oblast pečlivě sledovat a vyhodnocovat, zejména v případě změn, které se týkají produkce. V případě změny, která ovlivní tvar a povahu výrobku, je nezbytné zpracovat novou extenzi homologací a nechat ji schválit zkušebnou. Poté je nutné homologace předložit Ministerstvu dopravy ke schválení [25].

Ekonomické faktory

Ekonomické faktory mají významný vliv na obchodní závod Agados, spol. s r. o. Důraz na tuto složku PEST analýzy je kladen také z toho důvodu, neboť ekonomické prostředí se může v čase rychle měnit a výkon ekonomiky značně ovlivňuje výkon samotných společností v tomto prostředí operujících.

Hrubý domácí produkt

Hrubý domácí produkt (HDP) vyjadřuje v peněžních jednotkách celkové hodnoty statků a služeb, které jsou nově vytvořené, v daném období a na určitém území. Využívá se pro odhad výkonnosti ekonomiky. V tabulce níže lze vidět vývoj HDP v ČR za období 2008 - 2016 v běžných cenách a procentuálně ve stálých cenách [26].

Tabulka 6: Hrubý domácí produkt

[Zdroj: Vlastní zpracování dle: [26], [27], [33]]

Rok	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
HDP v mld. Kč, b. c.	4024	3930	3962	4034	4060	4098	4314	4596	4773	5042	5304	5530
HDP, s. c. (%)	2,7	-4,8	2,3	1,8	-0,8	-0,5	2,7	5,3	2,6	4,3	3,4	2,6

Největší pokles HDP v ČR nastal v roce 2009 důsledkem celosvětové krize v roce 2008. Následuje pozvolný růst ekonomiky, nicméně v 2. polovině roku 2011 a v průběhu celého

roku 2012 se česká ekonomika potýkala s recesí, a to zejména v důsledku poklesu spotřeby českých domácností. Za rok 2012 pozitivně přispíval pouze výsledek zahraničního obchodu. V roce 2013 následuje pozvolný růst ekonomiky [28], [29], [30].

Lze si všimnout, že v rámci posledních tří let ekonomika roste. V roce 2015 nastal enormní nárůst investic, který byl důsledkem nízkých cen ropy, fiskálních stimulací a zejména čerpání z fondů EU z programovacího období 2007 – 2013, které bylo možno využít do konce roku 2015. V roce 2016 tak došlo k menšímu růstu HDP, k čemuž přispěl pokles tvorby hrubého fixního kapitálu. Hlavním tahounem hospodářského růstu v roce 2016 byl zahraniční obchod, kdy došlo ke zvýšení exportní výkonnosti. Vzhledem k tomu, že soukromá spotřeba zůstala nejrychleji rostoucí složkou domácí poptávky, lze usuzovat na dobrou příjmovou situaci domácností [30], [31], [32].

Co se týče roku 2017, je již od počátku zaznamenáno ve světové ekonomice zlepšení. V ČR v porovnání s předcházejícím čtvrtletím došlo ve druhém čtvrtletí k růstu o 2,5 %. Meziročně pak k růstu o 3,4 %. Spotřeba domácností vzrostla meziročně o 3,8 %. Tento růst podpořil zejména růst zaměstnanosti a mezd, klesající míra úspor a vysoká důvěra spotřebitelů. Reálné HDP by mělo v roce 2017 vzrůst o **4,3 %**. Tato pozitivní ekonomická situace se očekává i v roce 2018, kdy se předpokládá vzrůst reálného HDP o **3,4 %**, přičemž hlavním tahounem by měly být i nadále domácnosti. Jejich spotřeba bude podporována zvyšováním platů v sektoru vládních institucí, snížením daňové zátěže u rodin s dětmi a nárůstem výdajů na sociální zabezpečení. V roce 2019 se pak předpokládá strážlivější růst HDP o **2,6 %** [33].

V rámci Evropské unie za rok 2016 Česká republika dosahuje 16 700 EUR na obyvatele v běžných cenách. Za Evropskou unii je to za tento rok 29 200 EUR na obyvatele, Česká republika tedy nedosahuje evropského průměru. Pokud však HDP vyjádříme ve standardu kupní síly, v případě, že EU-28 = 100, Česká republika dosahuje zhruba úrovně 88. Její pozice z hlediska Evropské unie se tak zlepšila. Srovnání na bázi standardu kupní síly umožňuje lépe srovnat výkonnost jednotlivých ekonomik lišících se svou velikostí [34], [35].

Inflace

Míra inflace obecně vyjadřuje zvyšování cenové hladiny v čase. Inflaci lze vyjádřit prostřednictvím měření čistých cenových změn z indexů spotřebitelských cen. Jedná se tedy o poměrování úrovně cen spotřebního koše, který obsahuje vybrané výrobky a služby (cca 750), ve dvou srovnávaných obdobích. Průměrná míra inflace v období 2008 – 2017 je zaznamenána v tabulce níže [36].

Tabulka 7: Průměrná míra inflace v ČR

[Zdroj: Vlastní zpracování dle: [33], [37]]

Rok	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Inflace (%)	6,3	1	1,5	1,9	3,3	1,4	0,4	0,3	0,7	2,5	2,6	2,1

V tabulce je možné vidět, že v roce 2017 se odhaduje v ČR nevyšší míra inflace za posledních pět let. Tento meziroční růst spotřebitelských cen byl nad inflační cíl České národní banky. Inflace se tedy pohybuje v horní polovině tolerančního pásma inflačního cíle. Pro rok 2018 se očekává průměrná míra inflace **2,6 %** a pro rok 2019 pak **2,1 %**. Výhledově se tedy předpokládá, že se inflace bude pohybovat v rámci pásma vymezeného ČNB [33].

Úrokové sazby

Mezi základní nástroje měnové politiky České národní banky (ČNB) patří úrokové sazby. Těmito sazbami je dvoutýdenní repo sazba (2T repo sazba), diskontní sazba a lombardní sazba. Prostřednictvím 2T repo sazby ČNB přijímá od bank přebytečnou likviditu, základní doba trvání těchto tzv. repo operací je 14 dní. Diskontní sazbou je úročena přebytečná likvidita, kterou si banky ukládají přes noc u ČNB bez zajištění. Představuje zpravidla dolní mez pro pohyb krátkodobých úrokových sazeb na peněžním trhu. Lombardní sazba naopak představuje horní mez a úročí se jí finanční prostředky vypůjčené přes noc od ČNB. Změnami úrokových sazeb ČNB ovlivňuje výši inflace. Principem je, že zvýšení úrokových sazeb vede ke snížení inflace. Vyšší úrokové sazby však vedou také k poklesu spotřeby a k růstu úspor domácností, dále k posílení měnového kurzu. Co se týče podnikatelského sektoru, dochází k poklesu relativní výnosnosti

investičních projektů. V případě využívání komerčních úvěrů se toto zvýšení projeví ve vyšších úrokových nákladech [38], [39].

Tabulka 8: Úrokové sazby

[Zdroj: Vlastní zpracování dle: [38]]

Úrokové sazby	Úroková sazba	Platí od
2T repo sazba (%)	0,75	2.2.2018
Diskontní sazba (%)	0,05	2.11.2012
Lombardní sazba (%)	1,5	2.2.2018

Jak lze vidět v tabulce, diskontní sazba je stabilní, její výše se od roku 2012 nezměnila. V případě 2T repo sazby a lombardní sazby však v roce 2017 došlo dvakrát k jejich navýšení. V roce 2012 činila k 2. 11. 2T repo sazba 0,05 % a lombardní sazba byla ve výši 0,25 %. Jejich výše se do roku 2017 neměnila. K 3. 11. 2017 činila 2T repo sazba 0,5 %, lombardní sazba pak 1 %. V únoru roku 2018 došlo opět k jejich navýšení. Je zřejmé, že ČNB aktuálně uplatňuje restriktivní politiku [38].

Sazby ČNB ovlivňují tržní úrokové sazby, které mají přímý dopad na podnikatelské subjekty, jak již bylo řečeno, v případě, že je čerpán komerční úvěr. V tabulce níže je možné vidět přehled úrokových sazeb od roku 2012.

Tabulka 9: Dlouhodobé úrokové sazby

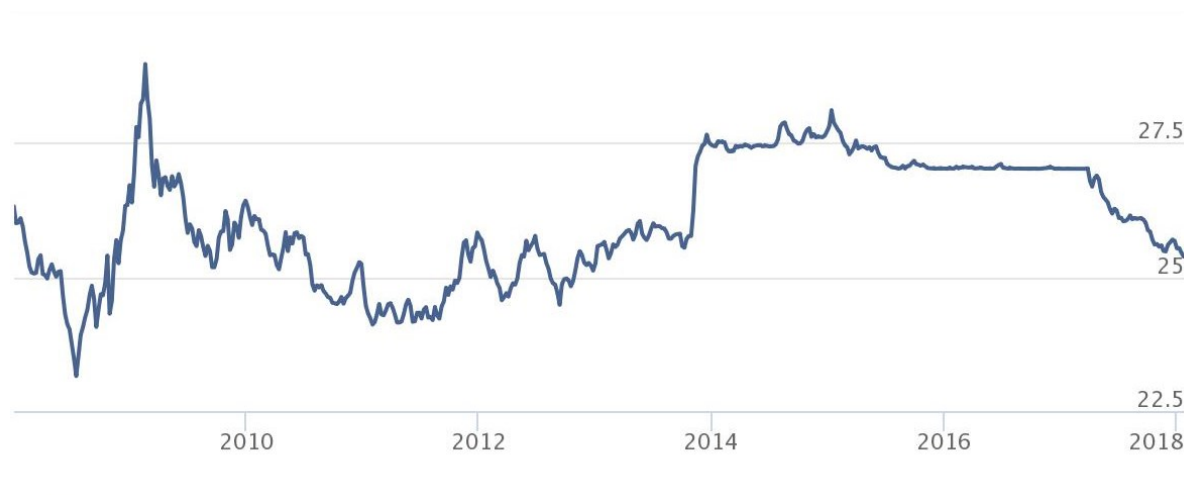
[Zdroj: Vlastní zpracování dle: [33]]

Rok	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Dlouhodobé úrokové sazby (% p. a.)	4,6	4,7	3,7	3,7	2,8	2,1	1,6	0,6	0,4	1	1,7	2

Ve sledovaném období je zaznamenán pokles úrokových sazeb. V roce 2017 se předpokládá dlouhodobá úroková sazba **1 % p. a.** a v roce 2018 pak **1,7 % p. a.**, v roce 2019 **2 % p. a.** Předpokládané zvýšení vychází právě ze zvýšení sazeb ČNB, které je uvedeno v předcházející tabulce [33].

Směnný kurz

Vzhledem k tomu, že společnost Agados, spol. s r. o. exportuje do zahraničí, a to zejména do zemí Evropské unie, je zde uveden kurz eura vůči české koruně v období 1. 1. 2008 do 26. 1. 2018.



Obrázek 2: Graf vývoje kurzu EUR/CZK

[Zdroj: [40]]

Z obrázku je zřejmé, že v období 2014 – 2017 se kurz ustálil a nepatrně osciloval kolem 27 Kč za euro, došlo tedy k oslabení české koruny. Od roku 2015 se kurz pohyboval spíše pod hranicí 27 Kč za euro. Stabilita tohoto kurzu byla udržována intervencemi ČNB od roku 2013, cílem bylo udržovat kurz koruny vůči euru poblíž hladiny 27 Kč za euro. V dubnu roku 2017 ČNB ukončila devizové intervence, došlo tak k posílení české koruny, které nyní může lépe odrážet stav ekonomiky v České republice. Z pozice obchodního závodu, který provádí export, znamená posílení české koruny v případě konstantních cen snížení tržeb ze zahraničí, neboť směna 1 eura za českou korunu je pro něj méně výhodná. Naopak v případě importu český podnikatelský subjekt vynaloží méně zdrojů [41].

Daňové zatížení

Daňové zatížení nepochybně ovlivňuje podnikatelský subjekt, jakož i konečného spotřebitele. Základní sazba daně z přidané hodnoty (DPH) činí 21 %, první snížená sazba 15 % a druhá snížená sazba 10 %. Daň z příjmu právnických osob se od roku 2010

nezměnila a je ve výši 19 %. Lze pozorovat aktuální trend přesunu daňového zatížení z přímých daní na daně nepřímé [42], [43].

Z hlediska Evropské unie se celkové daňové zatížení včetně sociálních odvodů vzhledem k HDP pohybuje Česká republika pod evropským průměrem, který činil v roce 2015 38,8 %. Česká republika v tomto roce dosahovala daňového zatížení vzhledem k HDP 34,3 %, obsadila tak 16. příčku. Pokud sociální odvody nezahrnujeme, pohybuje se daňové zatížení v Evropské unii vzhledem k HDP za rok 2015 kolem 26,9 %. Česká republika vykázala za tento rok daňové zatížení 19,8 %. V tomto roce tak obsadila 26. příčku. Nižší daňové zatížení vzhledem k HDP vykázaly za rok 2015 jen Slovenská republika a Litva. Je tedy zřejmé, že sociální zatížení v České republice je relativně vysoké [44].

V oblasti přímých daní se Česká republika v rámci Evropské unie nachází v roce 2015 na 22. příčce se 7,3 % k HDP, přičemž za Evropskou unii je tento podíl 13,2 % [44].

Úroveň nezaměstnanosti

Úroveň nezaměstnanosti patří mezi významné ekonomické ukazatele. Průměrná nezaměstnanost v České republice je zaznamenána za období 2008 - 2016 v tabulce níže.

Tabulka 10: Obecná míra nezaměstnanosti, zaměstnanost, míra dlouhodobé nezaměstnanosti

[Zdroj: Vlastní zpracování dle: [27], [33]]

Rok	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Obecná míra nezaměstnanosti (%)	4,4	6,7	7,3	6,7	7	7	6,1	5,1	4	2,9	2,4	2,3
Zaměstnanost (růst v %)	1,6	-1,4	-1	0,4	0,4	1	0,8	1,4	1,9	1,6	0,6	0,2
Míra dlouhodobé nezaměstnanosti (%)	2,2	2,0	3,0	2,7	3,0	3,0	2,7	2,4	1,7	-	-	-

V roce 2009 je možné pozorovat vzrůst obecné míry nezaměstnanosti ze 4,4 % na 6,7 %, což lze zdůvodnit již zmíněnou celosvětovou krizí. V roce 2011 došlo ke snížení, nicméně

vlivem recese se situace v následujících dvou letech opět zhoršila. Od roku 2014 lze pozorovat snižování nezaměstnanosti, přičemž v roce 2016 obecná míra nezaměstnanosti i dlouhodobá nezaměstnanost byly za sledované období nejnižší. Obecná míra nezaměstnanosti se tedy přibližuje míře dlouhodobé nezaměstnanosti. Dlouhodobá nezaměstnanost představuje jednu z hlavních obav a v konečném důsledku právě ona může bránit ekonomické expanzi. V roce 2017 se předpokládá další snížení obecné míry nezaměstnanosti na **2,9 %** a v roce následujícím pak na **2,4 %**. V roce 2019 se předpokládá obecná míra nezaměstnanosti ve výši **2,3 %** [33].

Trend snižování nezaměstnanosti je způsoben zvýšenou poptávkou po pracovní síle v důsledku ekonomické konjunktury. Vzhledem k tomu, že se nezaměstnanost aktuálně nachází na velmi nízké úrovni, lze již očekávat pouze nepatrné snížení míry nezaměstnanosti [33].

Situace spěje k tomu, že chybí volné pracovní síly, které by podnikatelské subjekty mohly využít při již zmíněné expanzi. Ztrácí tak vyjednávací sílu, která je nyní na straně nabídky. Respektive jsou nuceni nabídnout lepší pracovní podmínky pro udržení zaměstnanců a pro nabírání další pracovní síly [45].

V rámci EU je míra nezaměstnanosti v ČR již delší dobu jednou z nejnižších ze všech členských států [45].

Průměrná mzda

Mezi ekonomické ukazatele lze zařadit i průměrnou mzdu. V tabulce níže je možné vidět průměrnou měsíční nominální hrubou mzdu v Kč za období 2008 – 2016.

Tabulka 11: Průměrná měsíční nominální hrubá mzda

[Zdroj: Vlastní zpracování dle: [46]]

Rok	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Průměrná mzda v Kč	22 691	23 488	23 951	24 319	25 109	25 128	25 686	26 467	27 589
Změna prům. mzdy (%)	8,3	4	2	2,2	2,7	0,1	2,4	3,4	4,2
Změna reálné mzdy (%)	1,9	3	-2,1	0,3	-0,6	-1,3	2	3,1	3,5

Výše nominální průměrné hrubé mzdy za sledované období neustále roste. Ačkoli každoročně dochází k růstu této mzdy, reálně v roce 2010, 2012 a 2013 došlo k jejímu snížení, neboť se projevil vliv inflace. Trend růstu mezd představuje pro zaměstnavatele zvyšování mzdových nákladů.

Sociální faktory

V rámci sociální oblasti je zkoumán vývoj věkové struktury obyvatelstva a vzdělanosti, což souvisí s rozložením na trhu práce.

Věková struktura

Co se týče věkové struktury obyvatelstva, v tabulce níže je zaznamenán index stárí (IS), který vyjadřuje počet osob ve věku 60 a více let na 100 dětí ve věku 0 - 14 let, a index ekonomického zatížení (IEZ), který vyjadřuje počet dětí ve věku 0 - 14 let a osob ve věku 60 a více let na 100 osob ve věku 15 - 59 let. Pro zdůraznění změny v demografické struktuře obyvatelstva jsou tyto indexy uváděny již za rok 2003 [47].

Tabulka 12: Index stárí, index ekonomického zatížení

[Zdroj: Vlastní zpracování dle: [47]]

Rok	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
IS	126,8	132,1	136,8	143,5	148,8	152,9	155,3	156,8	158,6	160,4	161,9	162,9	163,4	164
IEZ	52,7	53,1	53,1	53,9	54,8	55,7	57	58,7	61,2	63	64,8	66,5	68,2	69,8

Dle údajů z tabulky vyplývá, že věková struktura obyvatelstva se mění. Lidé se dožívají vyššího věku. V důsledku toho na ekonomicky aktivní obyvatelstvo připadá více lidí v důchodovém věku. Výsledkem tohoto trendu je zvyšování hranic pro dosažení starobního důchodu, které je možné vidět v tabulce níže.

Tabulka 13: Věková hranice pro dosažení starobního důchodu

[Zdroj: Vlastní zpracování dle: [47]]

Rok	Ženy	Rok	Muži
1990-1998	53-57	1990-2001	60
1999-2002	54-58	2002-2008	61
2003-2006	55-59	2009-2014	62

2007-2010	56-60	2015-2016	63
2011-2014	57-61		
2015-2016	58-61		

Lze pozorovat neustálý trend ve zvyšování důchodového věku u mužů i žen. Zvyšování důchodového věku bude i nadále pokračovat, v roce 2041 bude mužům i ženám vznikat nárok na důchod až v 66 letech a 8 měsících [47].

Pro zaměstnavatele to znamená, že ať již na trhu práce či v aktuální struktuře zaměstnanců mohou předpokládat větší podíl osob ve vyšších věkových kategoriích. Dále lze předpokládat, že v důsledku zvyšování důchodového věku se zvýší průměrná délka pracovního poměru zaměstnavatele a zaměstnance. Jinými slovy, zaměstnavatel není nucen tak často hledat nové pracovní síly za náhradu svých stávajících zaměstnanců, neboť ti jsou schopni vykonávat svoji práci po delší časové období.

Vzdělanost

Co se týče vzdělanosti obyvatelstva, ta souvisí také s odvětvovou strukturou zaměstnanosti, která je uvedena v tabulce níže, přičemž pro rok 2016* je použit odhad [47].

Tabulka 14: Odvětvová struktura zaměstnanosti

[Zdroj: Vlastní zpracování dle: [47]]

Rok	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016*
Primární sféra	3,6	3,5	3,2	2,9	2,9	2,7	2,7	2,6	2,6	2,5	2,5	2,4
Sekundární sféra	39,7	39,5	39,5	39,2	37,2	36,6	36,7	36,4	35,9	35,8	35,8	35,7
Terciární sféra	56,8	57,1	57,3	57,8	60	60,7	60,7	61	61,5	61,7	61,7	61,9

Z tabulky je zřejmé, že zaměstnanost se z primární a sekundární sféry postupně přesouvá do sféry terciální. Je tedy riziko, že v budoucnu bude chybět pracovní síla právě v prvních dvou zmíněných sektorech, které představují prvovýrobu a druhovýrobu. Obdobně je tomu i v zemích Evropské unie, kde je tento přesun ještě markantnější [48].

Samotný vývoj vzdělanosti je zaznamenán v další tabulce. Tato data pochází z výsledků sčítání lidu v České republice v roce 2011. Data v tabulce znázorňují procentní podíl v jednotlivých úrovních vzdělání.

Tabulka 15: Nejvyšší ukončené vzdělání obyvatel 15letých a starších podle údajů sčítání v letech 1950–2011

[Zdroj: Vlastní zpracování dle: [49]]

Rok	1950	1961	1970	1980	1991	2001	2011
Základní vč. neukončeného	83	80,4	53,1	44,6	33,1	23	17,6
Střední vč. vyučení	9,8	7,7	28,9	32,6	35,4	38	33
Úplné střední všeobecné	2,1	2,9	3,4	3,5	4,2	5	6,8
Úplné střední odborné	2,9	6,1	10,1	13,3	18,6	19,9	20,3
Jiné	-	-	0,1	0,1	0,1	3,5	4,1
Vysokoškolské	1	2,2	3,4	5	7,2	8,9	12,5
Bez vzdělání	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,4	0,5
Nezjištěno	0,9	0,4	0,8	0,6	1,1	1,3	5,3

Jak lze vidět v tabulce, za sledované období dochází v čase k vyšší úrovni vzdělanosti. Vzdělání v posledních letech tedy není již ukončeno základní školou, ale lidé se dále vzdělávají prostřednictvím středních a vysokých škol. Aktuálnější údaje nabízí analýza Českého statistického úřadu z roku 2016, kdy bylo provedeno výběrové šetření pracovních sil v České republice. Jeho výsledky jsou zaznamenány v tabulce níže dle klasifikace CZ-ISCED 2011 [50].

Tabulka 16: Počet obyvatel ve věku 25-64 let podle dosaženého stupně vzdělání v letech 1995, 2005, 2015

[Zdroj: Vlastní zpracování dle: [50]]

Rok	1995	2005	2015
Celkem v tis.	5330,6	5913,4	5959
Základní a bez vzděl. v tis.	909,1	595,7	407,6
<i>Změna v %</i>		-34,5	-31,6
Střední bez maturity (vč. vyučených) v tis.	2278	2515,1	2152,6
<i>Změna v %</i>		10,4	-14,4
Střední s maturitou v tis.	1581,9	2029,9	2087,2
<i>Změna v %</i>		28,3	2,8
Terciární v tis.	561,4	772,1	1310,9

Změna v %		37,5	69,8
-----------	--	------	------

V tabulce je navíc uvedena procentní změna jednotlivých úrovní vzdělanosti mezi sledovanými roky. Je zjevné, že růst vzdělanosti nadále pokračuje. Dramaticky přibývá absolventů terciálního studia, a to zejména v posledních pěti letech. Nicméně chybí zájem o technické obory, a tak se trh práce musí potýkat s jejich nedostatkem. Růst vzdělanosti obyvatel v České republice také souvisí s růstem platového ohodnocení [51].

Co se týče mezinárodního srovnání, je Česká republika v oblasti terciálního sektoru stále pod průměrem Evropské unie, který činil v Evropské unii v roce 2014 25,7 %, v České republice 19,9 %. Naopak v oblasti středního vzdělání je Česká republika vysoce nad průměrem Evropské unie, který činil v roce 2014 45,1 %. Česká republika dosahovala v tomto roce podílu 71,1 %. Nejnižší podíl v roce 2014 Česká republika vykazovala za základní vzdělání. Ten je dlouhodobě pod průměrem zemí Evropské unie [52].

Technologické faktory

Vzhledem k tomu, že společnost, která je předmětem ohodnocení, se zabývá samotnou výrobou, je zřejmé, že technologické faktory jsou nezanedbatelnou oblastí PEST analýzy.

Součástí vědy a technologií je výzkum a vývoj, který představuje klíčový hybný prvek zvyšování produktivity, ekonomického růstu, zaměstnanosti, udržitelného rozvoje a sociální soudržnosti [53].

Tabulka 17: Výdaje na výzkum a vývoj v ČR

[Zdroj: Vlastní zpracování dle: [53]]

Rok	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Celkové výdaje na VaV v mld. Kč (b. c.)	49,9	50,9	53	62,8	72,4	77,9	85,1	88,7	80,1
Meziroční změna v %	-0,20	2,00	4,13	18,49	15,29	7,60	9,24	4,23	-9,70
Celkové výdaje na VaV jako % HDP	1,24	1,29	1,34	1,56	1,78	1,9	1,97	1,93	1,68

V tabulce lze pozorovat trend zvyšování výdajů na výzkum a vývoj. Výjimkou je poslední sledovaný rok 2016, kdy došlo ke snížení těchto výdajů. Toto snížení představuje 9,7 % oproti roku předcházejícímu. Přestože k tomuto snížení došlo, výše výdajů se udržuje

v rámci sledovaného období na poměrně vysoké úrovni. V posledních šesti letech představují výdaje na výzkum a vývoj zhruba 1,5 – 2 % HDP.

Co se týče samotné struktury těchto výdajů, v letech 2011 a 2012 rostly výdaje zejména díky čerpání dotací z EU. Následně k nim přibýly i zdroje soukromé, a to především společností pod zahraniční kontrolou [54].

V roce 2015 dosahovaly výdaje na výzkum a vývoj téměř dvojnásobné výše roku 2008. Tyto výdaje a jejich rostoucí trend mají pozitivní vliv na rozvoj technologií v České republice a na její konkurenceschopnost vůči ostatním zemím.

Z hlediska mezinárodního srovnání si vede Česká republika relativně dobře. V poměru k velikosti své ekonomiky vynakládá na tuto oblast více výdajů, než většina nových členských států EU, s výjimkou Slovinska. V roce 2014 se v žebříčku unijních zemí umístila dokonce na 10. místě [54].

Stát podporuje výzkum a vývoj také nepřímo zejména v podnikatelské sféře, prostřednictvím daňových odpočtů uznatelných nákladů (výdajů) na výzkum a vývoj od základu daně z příjmu. I zde lze pozorovat rostoucí trend, za rok 2015 činily tyto výdaje 2 525 mil. Kč, což představuje 0,19 % podíl na státním rozpočtu [55].

3.2 Analýza vnitřního prostředí

V rámci analýzy vnitřního prostředí je zkoumáno zejména oborové prostředí, a to prostřednictvím prvků z Porterova modelu pěti sil. Vnitřní prostředí je analyzováno s využitím analýzy McKinsey 7S.

3.2.1 Porterův model pěti sil

Porterův model pěti sil zkoumá vnitřní potenciál společnosti prostřednictvím analýzy konkurenčního prostředí. Tento model je tedy využit ke zkoumání oborového prostředí společnosti.

Stávající konkurenti

Největším konkurentem společnosti Agados je společnost Vezeko, která taktéž sídlí ve Velkém Meziříčí. Na českém trhu existují samozřejmě i další konkurenti, nicméně jejich

podíl je zanedbatelný. Porovnání společnosti Agados a Vezeko se blíže věnuje kapitola 4 [21], [56].

Hrozba vstupu potenciálních konkurentů

Pro vstup potenciálních konkurentů na trh je důležité se zabývat samotnými bariérami vstupu. Vzhledem k činnosti Agados, spol. s r. o. je zřejmé, že zde existují nemalé bariéry bránící vstupu nové konkurence. Kromě peněžních prostředků pro zajištění hladkého chodu obchodního závodu je nutné na počátku zajistit potřebné prostory, ať již výrobní či kancelářské. Nezbytností jsou stroje a zařízení pro výrobu produktů a know how. Vyspělé softwary pro zajištění fungování společnosti a kvality výrobků. Nalezení dostatečně kvalifikovaných zaměstnanců. Náklady spojené s novým vstupem na trh, tj. například marketing. Navázání spojení s distributory. Lze tedy předpokládat, že Agados, spol. s r. o. se nemusí výrazně obávat nové konkurence.

Hrozba substitučních výrobků

Vzhledem k tomu, že produktem Agados, spol. s r. o. jsou přívěsy a nápravy v širokém provedení a vzhledem k jejich funkcím, je velice těžké nalézt odpovídající substitut. Samozřejmě lze uvažovat do jisté míry např. o dodávce či nákladním automobilu. Nicméně diametrálně se zde liší cenová kategorie. Produkt společnosti Agados představuje mnohem finančně dostupnější a skladnější variantu. Taktéž je možné říci, že je tento produkt elegantnějším řešením, neboť není nutné mít více vozidel, které by plnily různé funkce. Lze tak říci, že jedinou významnou hrozbou na trhu jsou tedy stávající konkurenti.

Vyjednávací síla dodavatelů

Mezi dodavatele náprav a nájezdových brzd patří AL-KO (SRN) a KNOTT (SRN) s nimiž má společnost Agados dobré dlouholeté vztahy, ale v současnosti díky tomu, že dochází k rozšiřování tržního podílu těchto společností, se vyjednávací síla AGADOSU mírně snížila. Dodavatelem kol jsou ETOP (Slovensko) a SONAMIA (Francie), zde je vyjednávací pozice společnosti Agados výborná. Překližky jsou dodávány prostřednictvím společností PERI (SRN) a JAF HOLZ, vyjednávací sílu lze hodnotit jako dobrou. Hliníkové profily jsou dodávány společností KETY (Polsko) – AGADOS je významným odběratelem a proto i vyjednávací podmínky jsou na dobré úrovni.

Zprostředkovatelem pozinkové úpravy jsou společnosti SIGNUM (ČR) a WIEGEL (ČR), pozice Agadosu je opět výborná [21].

Vyjednávací síla kupujících

V ČR mezi nejvýznamnější odběratele patří obchodní řetězce, které představují zhruba 30 % podílu na tržbách. V rámci řetězců OBI, BAUHAUS, MAKRO, HORNBACH lze hovořit o silném tlaku na cenu, nicméně tento tlak je ve prospěch Agadosu. Kladnou roli v rámci těchto řetězců hraje logistika rozvozu [21].

Mezi další odběratele patří síť prodejců, která je dlouhodobě budovaná. Díky dlouhodobým vztahům je dosaženo vysoké odborné úrovně těchto prodejních partnerů. Vyjednávací síla společnosti je na dobré úrovni. Další skupinu odběratelů tvoří tzv. fleetoví zákazníci, kteří uskutečňují odběry do 100 ks ročně - STRABAG, ČEZ, RAMIRENT, BOELS, ELTODO a dopravci. Tito zákazníci představují významnou skupinu. Jejich vyjednávací síla je poměrně silná a pozice společnosti je tak slabší. Mezi odběratele společnosti Agados lze zařadit i tzv. „speciální zákazníky“, kterými jsou v tomto případě armáda, policie, HZS, Správa hmotných rezervy. Do budoucna tito zákazníci představují stále významnější prodejní kanál. Pozice Agadosu je v tomto případě výborná, neboť je zde minimální konkurence. Taktéž vysoké požadavky na kvalitu společnost bez problémů splňuje. Tito zákazníci se podílí na tržbách asi 10 – 15 %. V neposlední řadě patří mezi odběratele společnosti samotný konečný spotřebitel. Prodej je uskutečněn buď na samotné prodejně ve Velkém Meziříčí či online prostřednictvím e-shopu. Vzhledem k tomu, že se jedná o drobné zákazníky, jejich vyjednávací síla je značně omezena. Mezi významné zahraniční odběratele patří dceřiná společnost sídlící v Německu. Zde má společnost Agados výbornou pozici [21].

Ve většině případů je vyjednávací síla společnosti Agados na výborné úrovni. Lze tedy hovořit o tom, že vyjednávací síla kupujících je spíše slabší, až na určité výjimky [21].

3.2.2 McKinsey 7S

V rámci analýzy McKinsey 7S je třeba se zaměřit na 7 faktorů, které jsou považovány za klíčové, neboť jsou odrazem toho, jak společnost funguje.

Struktura

Strukturu ve společnosti Agados, spol. s r. o. je rozčleněna do organizačních jednotek, kterými jsou jednotlivé útvary podléhající jednateři společnosti. Jedná se o liniovou organizační strukturu. Každý zaměstnanec tedy jednoznačně podléhá jedinému jednateři společnosti, který je současně odpovědným vedoucím. Navíc v rámci jednotlivých útvarů se uplatňují vztahy nadřízenosti a podřízenosti po organizační linii. Mezi útvary patří ekonomický útvar, výrobní útvar, obchodní útvar, útvar logistiky a dopravy, útvar nákupu, útvar přípravy výroby a vývoje, útvar řízení jakosti. Pomocí externích zdrojů je zabezpečena správa informačního systému, správa sítě a ekologie. Jednotlivými útvary jsou zabezpečeny všechny funkce společnosti [21].

Systémy

Společnost disponuje informační soustavou MyGem, jež slouží pro řízení, sledování a hodnocení stavu a činnosti společnosti. Obsahuje základní informace o výrobcích, výkonech, zaměstnancích a například hmotném majetku. Tyto informace jsou na všech útvarech klasifikovány, tříděny a seskupovány. Informační soustava zaručuje dostupnost a přehlednost informací mezi jednotlivými útvary o výrobních procesech. Komunikace mezi zaměstnanci se děje prostřednictvím mailové korespondence a telefonických hovorů. Vzhledem k tomu, že společnost operuje v rámci jednoho místa, kde se nachází jak samotná prodejna, tak kancelářské a výrobní prostory, není zde problém ani osobní interakce. V rámci interní komunikace jsou uplatňovány i pravidelné pracovní porady managementu a pravidelné ranní porady zaměstnanců vnitřních útvarů [21].

Strategie

Mezi základní cíle společnosti patří zajištění spokojenosti a věrnosti zákazníků a tím i maximalizací zisku, a to prostřednictvím **kvalitních** diverzifikovaných **výrobků a služeb**. Společnost je vlastníkem certifikátu ČSN EN ISO 9001, který pomáhá zajistit právě příslušnou kvalitu výrobků a služeb, jež jsou zásadní pro úspěšné fungování na trhu. Zásady, kterými se v rámci této normy řídí, jsou:

- zaměření na zákazníka – rozumět současným a budoucím potřebám zákazníků,
- vedení a řízení lidí – prosazování souladu účelu a zaměření organizace,
- zapojení lidí – plné zapojení zaměstnanců na všech úrovních,

- procesní přístup – činnosti a související zdroje řídit jako proces,
- systémový přístup k managementu – vzájemně související procesy řídit jako systém,
- neustálé zlepšování – zlepšování výkonnosti jako trvalý cíl,
- přístup k rozhodování zakládající se na faktorech – analýza údajů a informací,
- vzájemně prospěšné dodavatelské vztahy [21].

Společnost věnuje pozornost i svým zaměstnancům, kteří tuto kvalitu zajišťují a tvoří tak přidanou hodnotu [21].

Skupina

Klíčovou oblast představují zaměstnanci, kteří jsou pečlivě vybíráni vzhledem k jejich schopnostem. Nedochází k přílišné fluktuaci zaměstnanců. Stávající zaměstnanci tedy ve většině případů pro společnost pracují dlouhodobě a tím disponují značnými znalostmi o firemních procesech, díky kterým mohou lépe odvádět svoji práci. Menší fluktuace znamená také eliminace nákladů spojených se zaškolováním nových zaměstnanců, které může být poměrně zdlouhavé a nákladné. Vzhledem k tomu, že se jedná o menší společnost, všichni zaměstnanci se vzájemně znají a často přicházejí do styku i v rámci jednotlivých útvarů společnosti. Kromě přátelského prostředí, které stimuluje zaměstnance, jsou zaměstnanci na určitých stupních řízení motivováni navíc prostřednictvím ekonomických nástrojů, což dále přispívá k řízení činnosti útvarů žádoucím směrem [21].

Styl

Ve společnosti se do značné míry uplatňuje spíše demokratický styl vedení částečně s kombinací autokratického stylu, což tedy znamená, že zaměstnanci mají možnost podílet se na rozhodování v rámci společnosti. Vedoucí zaměstnanci věnují pozornost názorům a podnětům podřízených zaměstnanců, konečné rozhodnutí je však nakonec výhradně v kompetenci zaměstnanců s příslušnými pravomocemi. Zásadní rozhodnutí společnosti jsou uplatňována výhradně od shora dolů [21].

Schopnosti

V rámci schopností se zohledňuje zejména vzdělání, specializace, kvalifikace, dosažená praxe a prostor pro zlepšování. Každý zaměstnanec musí být před přistoupením k vykonávání své práce v rámci společnosti řádně proškolen a zaučen. Navíc jsou zavedena i periodická školení, která slouží k udržení kompetence zaměstnanců. Vzhledem k tomu, že společnost obchoduje se zahraničím, zajišťuje příslušným zaměstnancům i jazykové vzdělávání přímo v místě výkonu práce. Vytváří tak prostor pro seberealizaci jednotlivých zaměstnanců, neboť tak zajišťuje jejich rozvoj. Na zaměstnance na řídicích úrovních je kladena větší míra odbornosti a navíc je nezbytné, aby tito zaměstnanci oplývali i organizačními a komunikačními schopnostmi, jež jsou důležité pro úspěšné řízení a správnou motivaci ostatních zaměstnanců, kteří jsou k těmto zaměstnancům organizačně podřízeni [21].

Sdílené hodnoty

Nedílnou součástí společnosti je samotná firemní kultura, která představuje atmosféru na pracovišti. Zde vládne spíše neformální přátelská atmosféra. Zaměstnanci jsou ochotni řešit vyskytující se problémy společně, předávat si příslušné informace a vzájemně spolupracovat. Lze nabýt dojmu, že každý zaměstnanec si uvědomuje svoji roli v rámci společnosti, kterou navíc dobře zná, a jejich cílem je zajištění hladkého fungování a tím i spokojenosti zákazníků.

Shrnutí strategické analýzy

Strategická analýza prokázala, že i v budoucnu se očekává růst HDP, ačkoli tempo ekonomiky se mírně zpomalí. I přes očekávané zvýšení inflace se předpokládá, že se její hodnota bude pohybovat v rámci inflačního pásma ČNB. Mírné riziko představuje posilování české koruny, neboť od dubna roku 2017 byly zrušeny intervence ČNB, jejich cílem bylo udržovat kurz poblíž hladiny 27 Kč za euro. Obecná míra nezaměstnanosti se přibližuje dlouhodobé míře nezaměstnanosti, lze vyvozovat problémy s nedostatkem pracovní síly. Společnost se nemusí výrazně obávat nové konkurence, neboť existují vysoké bariéry vstupu. Substituty taktéž nepředstavují významnou hrozbu. Lze hovořit o převážně silné vyjednávací pozici Agadosu vzhledem k dodavatelům. I z hlediska kupujících je vyjednávací pozice společnosti Agados poměrně silná, ačkoli existuje

skupina zákazníků v rámci které je vyjednávací pozice společnosti Agados slabší. Společnost disponuje informačním systémem MyGem, který umožňuje na vysoké úrovni řídit firemní procesy. Lze oprávněně usuzovat, že společnost Agados se jeví jako perspektivní.

Dle závěrů ze strategické analýzy lze tak do budoucna očekávat, že si společnost udrží svůj podíl na trhu, dokonce lze předpokládat, že dojde k jeho růstu. V současnosti je tento podíl v rámci odvětví CZ NACE 29.20 6,42 %. Do budoucnosti lze uvažovat o podílu blížícímu se k 8 % [56], [57].

4 FINANČNÍ ANALÝZA

V této kapitole jsou uvedeny hodnoty jednotlivých ukazatelů finanční analýzy pro Agados, spol. s r. o. Finanční analýza je provedena také pro významného konkurenta Vezeko, s. r. o., který sídlí stejně jako Agados, spol. s r. o., ve Velkém Meziříčí. Navíc jsou zde uvedeny i hodnoty jednotlivých ukazatelů za odvětví.

4.1 Absolutní ukazatele

Zde je uvedena vertikální a horizontální analýza. Horizontální analýza je zde vyjádřena jak absolutně, tak relativně. Samostatně jsou analyzována aktiva, pasiva a výkaz zisku a ztráty. Výkaz cash flow společnost Agados sestavuje. Přitom pozornost je věnována zejména významným položkám jednotlivých výkazů. Všechna data jsou čerpána z veřejně dostupných zdrojů z obchodního rejstříku.

Vertikální analýza spočívá v analýze podílu jednotlivých položek v daném roce. Samostatně je provedena vertikální analýza aktiv, pasiv a výkazu zisku a ztráty.

Horizontální analýza se zabývá změnou mezi jednotlivými roky. Tato změna může být vyjádřena buď absolutně, nebo relativně (tj. v %). Nejprve je uvedena horizontální analýza v absolutní výši a následně je vyjádřena analýza výkazů i jako procentní meziroční změna.

4.1.1 Vertikální analýza a horizontální analýza aktiv

Zde je uvedena vertikální analýza aktiv, aby bylo zřejmé, které položky na straně aktiv jsou významné. Následně je uvedena analýza horizontální.

Vertikální analýza aktiv

V případě vertikální analýzy aktiv jsou jednotlivé položky rozvahy poměřovány s celkovými aktivy. V tabulce níže je možné vidět procentní podíl jednotlivých položek na aktivech celkem, která tedy tvoří základnu 100 %.

Tabulka 18: Vertikální analýza aktiv

[Zdroj: Vlastní zpracování dle: [57]]

Rok	2012	2013	2014	2015	2016
AKTIVA CELKEM	100%	100%	100%	100%	100%
B. Dlouhodobý majetek	45,75%	46,31%	44,60%	39,48%	46,77%
<i>B.I. Dlouhodobý nehmotný majetek</i>	1,95%	0,94%	0,81%	0,43%	0,30%
<i>B.I.3 Software</i>	1,73%	0,71%	0,51%	0,33%	0,20%
<i>B.II. Dlouhodobý hmotný majetek</i>	41,21%	42,45%	42,48%	37,89%	45,42%
<i>B.II.1. Pozemky</i>	3,85%	3,98%	4,27%	4,46%	4,04%
<i>B.II.2. Stavby</i>	35,62%	34,28%	33,68%	29,76%	28,41%
<i>B.III.3. Samostatné movité věci a soubory movitých věcí</i>	1,55%	2,24%	4,52%	3,67%	12,93%
<i>B.III. Dlouhodobý finanční majetek</i>	2,59%	2,92%	1,31%	1,16%	1,05%
C. Oběžná aktiva	53,67%	53,34%	55,19%	60,48%	53,23%
<i>C.I. Zásoby</i>	21,06%	19,43%	18,91%	17,94%	17,09%
<i>C.I.1. Materiál</i>	9,13%	11,30%	12,29%	11,98%	9,83%
<i>C.I.2. Nedokončená výroba a polotovary</i>	7,08%	4,66%	3,67%	3,67%	4,98%
<i>C.I.3. Výrobky</i>	4,02%	3,31%	2,92%	2,28%	1,89%
<i>C.I.5. Zboží</i>	0,82%	0,16%	0,02%	0,01%	0,40%
<i>C.II. Pohledávky</i>	29,00%	30,58%	31,63%	37,35%	31,70%
<i>C.II.1. Dlouhodobé pohledávky</i>	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
<i>C.II.2. Krátkodobé pohledávky</i>	29,00%	30,58%	31,63%	37,35%	31,70%
<i>C.II.2.1. Pohledávky z obchodních vztahů</i>	28,55%	29,99%	31,15%	34,69%	30,95%
<i>C.IV. Peněžní prostředky</i>	3,60%	3,34%	4,65%	5,20%	4,44%
D. Časové rozlišení	0,58%	0,35%	0,21%	0,04%	0,00%

Z provedené analýzy je zřejmé, že oběžná aktiva ve všech sledovaných letech mají větší podíl na celkových aktivech než dlouhodobý majetek. Z dlouhodobého majetku se na aktivech nejvíce podílí dlouhodobý hmotný majetek, konkrétně položka Stavby. Nicméně v posledním sledovaném roce je zajímavý i podíl Samostatných movitých věcí a souborů movitých věcí, který dosahuje téměř 13 % na celkových aktivech. V případě oběžných aktiv tvoří největší podíl na aktivech krátkodobé pohledávky z obchodních vztahů. Tato položka se pohybuje v rámci sledovaných let kolem podílu 30 %. Na celkových aktivech se však podílí zásadním způsobem i zásoby, největší podíl tvoří položka Materiál, pohybuje se kolem 11 %. Vzhledem k tomu, že se jedná o výrobní společnost, je zřejmé, že Materiál bude mít v rozvaze důležité zastoupení.

Horizontální analýza aktiv – absolutní změna

V tabulce níže je uvedena horizontální analýza aktiv vyjádřená v absolutní změně mezi jednotlivými roky.

Tabulka 19: Horizontální analýza aktiv - absolutní změna

[Zdroj: Vlastní zpracování dle: [57]]

Rok	2011/2012	2012/2013	2013/2014	2014/2015	2015/2016
AKTIVA CELKEM	-11 939	-7 489	5 022	23 315	25 904
B. Dlouhodobý majetek	-20 873	-2 198	-1 523	-2 382	30 290
<i>B.I. Dlouhodobý nehmotný majetek</i>	<i>-1 346</i>	<i>-2 389</i>	<i>-243</i>	<i>-762</i>	<i>-249</i>
<i>B.II. Dlouhodobý hmotný majetek</i>	<i>-8 451</i>	<i>-346</i>	<i>2 200</i>	<i>-1 546</i>	<i>30 540</i>
<i>B.II.1. Pozemky</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>856</i>	<i>1 464</i>	<i>0</i>
<i>B.II.2. Stavby</i>	<i>-6 373</i>	<i>-5 612</i>	<i>362</i>	<i>-1 931</i>	<i>4 016</i>
<i>B.III.3. Samostatné movité věci a soubory movitých věcí</i>	<i>-2 211</i>	<i>1 397</i>	<i>5 272</i>	<i>-1 079</i>	<i>26 421</i>
<i>B.III. Dlouhodobý finanční majetek</i>	<i>-11 076</i>	<i>537</i>	<i>-3 480</i>	<i>-74</i>	<i>-1</i>
C. Oběžná aktiva	9 224	-4 735	6 850	26 062	-4 284
<i>C.I. Zásoby</i>	<i>4 073</i>	<i>-5 191</i>	<i>-194</i>	<i>1 980</i>	<i>2 326</i>
<i>C.I.1. Materiál</i>	<i>-3 543</i>	<i>4 100</i>	<i>2 814</i>	<i>2 088</i>	<i>-2 819</i>
<i>C.I.2. Nedokončená výroba a polotovary</i>	<i>4 607</i>	<i>-5 883</i>	<i>-2 001</i>	<i>841</i>	<i>4 555</i>
<i>C.I.3. Výrobky</i>	<i>2 505</i>	<i>-1 875</i>	<i>-704</i>	<i>-921</i>	<i>-495</i>
<i>C.I.5. Zboží</i>	<i>504</i>	<i>-1 533</i>	<i>-303</i>	<i>-28</i>	<i>1 085</i>
<i>C.II. Pohledávky</i>	<i>2 552</i>	<i>1 308</i>	<i>3 919</i>	<i>21 624</i>	<i>-5 858</i>
<i>C.II.1. Dlouhodobé pohledávky</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>
<i>C.II.2. Krátkodobé pohledávky</i>	<i>2 552</i>	<i>1 308</i>	<i>3 919</i>	<i>21 624</i>	<i>-5 858</i>
<i>C.II.2.1. Pohledávky z obchodních vztahů</i>	<i>2 458</i>	<i>1 047</i>	<i>4 125</i>	<i>16 078</i>	<i>-1 316</i>
<i>C.IV. Peněžní prostředky</i>	<i>2 599</i>	<i>-852</i>	<i>3 125</i>	<i>2 458</i>	<i>-752</i>
D. Časové rozlišení	-290	-556	-305	-365	-102

Aktiva v roce 2012 a 2013 poklesla. V roce 2012 tomu tak bylo zejména v důsledku úbytku dlouhodobého majetku. Významný vliv na jejich pokles měl Dlouhodobý hmotný majetek a Dlouhodobý finanční majetek. V případě Dlouhodobého finančního majetku se jednalo o položku Půjčky a úvěry ovládaným a řízeným osobám a účetním jednotkám pod podstatným vlivem ve výši 10 942 tis. Kč, kterou již společnost v roce 2012

neviduje. Oběžná aktiva naopak vzrostla, díky tomu zmírnila pokles celkových aktiv. V roce 2013 došlo opět k dalšímu snížení aktiv. Na tomto snížení se tentokrát podílel jak Dlouhodobý majetek, tak Oběžná aktiva. Přitom značný pokles lze vidět u Dlouhodobého nehmotného majetku, kdy došlo prostřednictvím odpisů ke snížení hodnoty softwaru. U Dlouhodobého hmotného majetku došlo ke snížení položky Stavby, kde se opět projeví odpisy. Nicméně Samostatné movité věci a soubory movitých věcí zaznamenaly růst, společnost tedy vynaložila jisté investice na jejich modernizaci či rozšíření. U Oběžných aktiv došlo zejména ke snížení Nedokončené výroby a polotovarů.

Nutno podotknout, že česká ekonomika se od roku 2011 potýkala s mírnou recesí, která mohla mít samozřejmě vliv na společnosti operující v tomto prostředí. Od roku 2014 dochází k růstu aktiv. Nejprve je růst pozvolný a v posledních dvou sledovaných letech lze říci, že došlo k jejich významnému zvýšení. V roce 2014 k růstu významně přispěla Oběžná aktiva, vzrostly Krátkodobé pohledávky a Peněžní prostředky. Ačkoli Dlouhodobý majetek se meziročně snížil, došlo k růstu Pozemků, Staveb a významně vzrostly opět Samostatné movité věci a soubory movitých věcí.

V roce 2015 aktiva zaznamenala intenzivní růst, a to zejména díky položce Oběžná aktiva, jejichž meziroční změna byla významná a podílely se na ní převážně krátkodobé pohledávky z obchodních vztahů. Dlouhodobý majetek se snížil, nicméně došlo k přikoupení pozemků.

V roce 2016 poprvé ke zvýšení aktiv přispěl i Dlouhodobý majetek, došlo jak k růstu u Staveb, tak intenzivnímu růstu u Samostatných movitých věcí a souboru movitých věcí. Je tedy zřejmé, že společnost provádí pravidelné investice do Dlouhodobého majetku. Oběžná aktiva v tomto roce meziročně poklesla. Došlo ke snížení Krátkodobých pohledávek, což však lze hodnotit kladně, neboť pohledávky v sobě váží finanční prostředky, které by společnost mohla investovat lépe.

Společnost ani v jednom ze sledovaných roků netvoří Dlouhodobé pohledávky. Tuto skutečnost lze hodnotit kladně, opět by se jednalo o vázané finanční prostředky, které by společnost neměla k dispozici, v tomto případě nicméně na období delší než jeden rok. Lze tedy současně usuzovat na dobrou pozici společnosti vzhledem k odběratelům.

Horizontální analýza aktiv – relativní změna

Níže je opět uvedena horizontální analýza aktiv, tentokrát je meziroční změna vyjádřena relativně.

Tabulka 20: Horizontální analýza aktiv - relativní změna

[Zdroj: Vlastní zpracování dle: [57]]

Rok	2011/2012	2012/2013	2013/2014	2014/2015	2015/2016
AKTIVA CELKEM	-4,97%	-3,28%	2,27%	10,32%	10,39%
B. Dlouhodobý majetek	-16,65%	-2,10%	-1,49%	-2,36%	30,79%
<i>B.I. Dlouhodobý nehmotný majetek</i>	<i>-23,17%</i>	<i>-53,53%</i>	<i>-11,72%</i>	<i>-41,62%</i>	<i>-23,29%</i>
<i>B.II. Dlouhodobý hmotný majetek</i>	<i>-8,24%</i>	<i>-0,37%</i>	<i>2,35%</i>	<i>-1,61%</i>	<i>32,35%</i>
<i>B.III. Dlouhodobý finanční majetek</i>	<i>-65,21%</i>	<i>9,09%</i>	<i>-53,99%</i>	<i>-2,49%</i>	<i>-0,03%</i>
C. Oběžná aktiva	8,14%	-3,86%	5,81%	20,91%	-2,84%
<i>C.I. Zásoby</i>	<i>9,25%</i>	<i>-10,79%</i>	<i>-0,45%</i>	<i>4,64%</i>	<i>5,20%</i>
<i>C.II. Pohledávky</i>	<i>4,01%</i>	<i>1,98%</i>	<i>5,80%</i>	<i>30,26%</i>	<i>-6,29%</i>
<i>C.IV. Peněžní prostředky</i>	<i>46,20%</i>	<i>-10,36%</i>	<i>42,39%</i>	<i>23,42%</i>	<i>-5,80%</i>
D. Časové rozlišení	-17,92%	-41,87%	-39,51%	-78,16%	-100,00%

Zde je uveden pouze výčet základních položek. Jak lze vidět v tabulce, ačkoli je v některých případech, tj. například u časového rozlišení, procentní meziroční změna významná, celková aktiva ovlivní jen minimálně, neboť jejich podíl na nich je malý. Proto jsou významné pouze meziroční změny u položek, které se na aktivech podílejí nejvíce. Podíl jednotlivých položek na aktivech je zaznamenán prostřednictvím vertikální analýzy výše.

Celková aktiva se v prvních dvou letech snížila. Tyto meziroční změny nebyly vyšší než 5 %. Od roku 2014 je možné vidět mírné zvýšení aktiv, nicméně vzhledem k tomu, že toto zvýšení nepředstavuje ani 3 %, jedná se spíše o stagnaci. V následujících dvou letech však společnost roste, meziroční přírůstek aktiv je více než 10 %.

4.1.2 Vertikální a horizontální analýza pasiv

Níže je opět uvedena vertikální a následně horizontální analýza, nyní však je analýze podrobena strana pasiv rozvahy.

Vertikální analýza pasiv

Zde je uvedena vertikální analýza pasiv. Jednotlivé položky jsou naopak poměřovány s celkovými pasivy. V tabulce níže lze vidět opět procentní podíl jednotlivých položek na pasivech celkem, která tvoří základnu 100 %.

Tabulka 21: Vertikální analýza pasiv

[Zdroj: Vlastní zpracování dle: [57]]

Rok	2012	2013	2014	2015	2016
PASIVA CELKEM	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
A. Vlastní kapitál	27,43%	30,75%	37,10%	45,06%	52,67%
<i>A.I. Základní kapitál</i>	2,19%	2,26%	2,21%	2,01%	1,82%
<i>A.II. Ážio a kapitálové fondy</i>	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
<i>A.III. Fondy ze zisku</i>	0,44%	0,45%	0,44%	0,40%	0,36%
<i>A.IV. Výsledek hospodaření minulých let (+/-)</i>	23,62%	25,65%	19,60%	28,06%	37,54%
<i>A.V. Výsledek hospodaření běžného účetního období (+/-)</i>	1,18%	2,39%	14,85%	14,59%	12,94%
B. + C. Cizí zdroje	71,98%	68,45%	62,21%	53,97%	46,99%
<i>B. Rezervy</i>	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
<i>C. Závazky</i>	71,98%	68,45%	62,21%	53,97%	46,99%
<i>C.I. Dlouhodobé závazky</i>	28,32%	26,78%	24,49%	19,34%	15,24%
<i>C.I.4. Závazky k úvěrovým institucím</i>	28,32%	26,78%	24,49%	19,34%	15,24%
<i>C.II. Krátkodobé závazky</i>	43,67%	41,68%	37,71%	34,63%	31,75%
<i>C.II.2. Závazky k úvěrovým institucím</i>	18,08%	12,41%	10,23%	7,71%	9,51%
<i>C.II.4. Závazky z obchodních vztahů</i>	23,71%	26,79%	22,06%	22,75%	18,78%
D. Časové rozlišení	0,58%	0,79%	0,69%	0,97%	0,35%

Jak je možné vidět z tabulky, postupem času dochází k přesunu financování z cizích zdrojů na financování ze zdrojů vlastních. Na vlastním kapitálu se nejvíce podílí položka Výsledek hospodaření minulých let. Je zřejmé, že společnost kumuluje jednotlivé výsledky hospodaření dosažené v běžném účetním období. Za poslední tři sledovaná období se významným způsobem zvýšil podíl výsledku hospodaření z běžného účetního období na pasivech. V Cizích zdrojích dominují závazky, a to zejména závazky

krátkodobé. Ty jsou pak zastoupeny převážně Závazky k úvěrovým institucím a Závazky z obchodních vztahů. Dlouhodobé závazky tvoří pouze Závazky k úvěrovým institucím.

Horizontální analýza pasiv - absolutní změna

V tabulce níže je uvedena horizontální analýza pasiv vyjádřená v absolutní změně mezi jednotlivými roky.

Tabulka 22: Horizontální analýza pasiv - absolutní změna

[Zdroj: Vlastní zpracování dle: [57]]

Rok	2011/2012	2012/2013	2013/2014	2014/2015	2015/2016
PASIVA CELKEM	-11 939	-7 489	5 022	23 315	25 904
A. Vlastní kapitál	-10 698	5 283	15 884	28 476	32 601
A.I. Základní kapitál	0	0	0	0	0
A.III. Fondy ze zisku	0	0	0	0	0
A.IV. Výsledek hospodaření minulých let (+/-)	-3 648	2 702	-12 368	25 651	33 360
A.V. Výsledek hospodaření běžného účetního období (+/-)	-7 050	2 581	28 252	2 825	-759
B. + C. Cizí zdroje	-1 829	-13 189	-10 669	-6 028	-5 223
B. Rezervy	0	0	0	0	0
C. Závazky	-1 829	-13 189	-10 669	-6 028	-5 223
C.I. Dlouhodobé závazky	12 445	-5 526	-3 813	-7 127	-6 266
C.II. Krátkodobé závazky	-14 274	-7 663	-6 856	1 099	1 043
C.II.2. Závazky k úvěrovým institucím	-10 029	-13 894	-4 284	-3 903	6 947
C.II.4. Závazky z obchodních vztahů	-2 107	5 030	-9 328	6 861	-5 040
D. Časové rozlišení	588	417	-193	867	-1 474

Vývoj celkových pasiv je samozřejmě identický s vývojem celkových aktiv. V prvních dvou letech tedy došlo k snížení. Od roku 2014 však celková pasiva rostou, respektive v roce 2014 se tedy jedná spíše o stagnaci. V roce 2012 došlo k poklesu Výsledku hospodaření běžného účetního období a současně také došlo ke snížení Výsledku hospodaření minulých let. V případě Cizích zdrojů došlo k navýšení dlouhodobého úvěru, snížily se ale Krátkodobé závazky.

Ačkoli celková pasiva v roce 2013 poklesla, Vlastní kapitál v tomto roce vzrostl díky Výsledku hospodaření běžného účetního období. Zisk z roku 2012 byl převeden na

Výsledek hospodaření minulých let. Cizí zdroje se meziročně snížily. Toto snížení bylo způsobeno poklesem krátkodobých i dlouhodobých závazků k úvěrovým institucím, společnost tedy úspěšně hradí úvěry. Meziroční přírůstek nastal u Závazků z obchodních vztahů, ty představují krátkodobé finanční zdroje, které společnost může využít, jejich zvýšení je pro společnost z tohoto pohledu výhodné.

V roce 2014 významně vzrostl Vlastní kapitál, a to zejména díky Výsledku hospodaření běžného účetního období. To bylo způsobeno díky zakázce pro armádu státu Katar a také díky zakázce pro švédskou síť Elgiganten. Taktéž k mimořádnému zvýšení Výsledku hospodaření běžného účetního období přispěly nové dodávky do sítí Baumax a Hornbach. Současně však došlo ke snížení Výsledku hospodaření minulých let, tento zisk byl rozdělen. Stejně tak došlo k rozdělení Výsledku hospodaření běžného účetního období roku 2013, proto nedošlo k navýšení Výsledku hospodaření minulých let v roce 2014. Cizí zdroje poklesly, v tomto roce došlo jak ke snížení krátkodobého i dlouhodobého závazku k úvěrovým institucím, tak ke snížení Závazků z obchodních vztahů [57].

V roce 2015 meziročně vzrostl jak Výsledek hospodaření běžného účetního období, tak Výsledek hospodaření minulých let. Lze si všimnout, že společnost tedy zřejmě kumuluje zisk z minulých let. Cizí zdroje opět poklesly. Tentokrát však došlo ke zvýšení Závazků z obchodních vztahů.

V roce 2016 se nepatrně meziročně snížil Výsledek hospodaření běžného účetního období, došlo ale k dramatickému zvýšení Výsledku hospodaření minulých let. Cizí zdroje i v tomto roce poklesly, nicméně vzrostly krátkodobé Závazky k úvěrovým institucím. Snížily se Závazky z obchodních vztahů, jejich pokles byl však menší, než přírůstek Závazků k úvěrovým institucím, proto se v tomto roce Krátkodobé závazky nepatrně zvýšily.

Základní kapitál, Fondy ze zisku ani Rezervy se v čase nemění. Od roku 2013 dochází ke snižování Dlouhodobých závazků. Krátkodobé Závazky z obchodních vztahů v čase kolísají, v jednotlivých letech dochází střídavě k jejich zvyšování a snižování. Krátkodobé Závazky k úvěrovým institucím se s výjimkou posledního sledovaného roku snižují.

Horizontální analýza pasiv – relativní změna

Níže je uvedena horizontální analýza pasiv, tentokrát je meziroční změna opět vyjádřena relativně.

Tabulka 23: Horizontální analýza pasiv - relativní změna

[Zdroj: Vlastní zpracování dle: [57]]

Rok	2011/2012	2012/2013	2013/2014	2014/2015	2015/2016
PASIVA CELKEM	-4,97%	-3,28%	2,27%	10,32%	10,39%
A. Vlastní kapitál	-14,59%	8,43%	23,38%	33,98%	29,03%
A.I. Základní kapitál	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
A.III. Fondy ze zisku	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
A.IV. Výsledek hospodaření minulých let (+/-)	-6,33%	5,01%	-21,84%	57,94%	47,71%
A.V. Výsledek hospodaření běžného účetního období (+/-)	-72,29%	95,52%	534,77%	8,42%	-2,09%
B. + C. Cizí zdroje	-1,10%	-8,02%	-7,06%	-4,29%	-3,88%
B. Rezervy	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
C. Závazky	-1,10%	-8,02%	-7,06%	-4,29%	-3,88%
C.I. Dlouhodobé závazky	23,83%	-8,55%	-6,45%	-12,88%	-13,00%
C.II. Krátkodobé závazky	-12,52%	-7,69%	-7,45%	1,29%	1,21%
D. Časové rozlišení	78,71%	31,24%	-11,02%	55,61%	-60,76%

Interpretace této tabulky je opět obdobná interpretaci tabulky předchozí, neboť se jedná o stejnou analýzu, pouze je zde změna vyjádřena procentně. Lze vidět například dramatický růst Výsledku hospodaření běžného účetního období v roce 2014. V čase dochází ke snižování Závazků. Meziroční změna Časového rozdílu vzhledem k jejich podílu na pasivech opět není významná.

4.1.3 Vertikální a horizontální analýza výkazu zisku a ztráty

Na závěr je zde uvedena vertikální a horizontální analýza výkazu zisku a ztráty.

Vertikální analýza výkazu zisku a ztráty

Vertikální analýza výkazu zisku a ztráty za jednotlivé roky je uvedena v tabulce níže. Jako základna 100 % byly zvoleny výnosy obchodního závodu.

Tabulka 24: Vertikální analýza výkazu zisku a ztráty

[Zdroj: Vlastní zpracování dle: [57]]

Rok	2012	2013	2014	2015	2016
VÝNOSY	100%	100%	100%	100%	100%
I. Tržby z prodeje výrobků a služeb	69,73 %	80,19 %	90,71 %	93,13 %	92,57 %
II. Tržby za prodej zboží	20,60 %	13,83 %	2,80%	0,02%	0,17%
A. Výkonová spotřeba	72,95 %	69,86 %	66,54 %	65,81 %	64,39 %
B. Změna stavu zásob	-1,94%	2,11%	0,60%	0,01%	-0,86%
C. Aktivace	0,00%	-0,01%	0,00%	-0,01%	-0,13%
D. Osobní náklady	15,76 %	15,57 %	14,27 %	15,10 %	16,01 %
III. Ostatní provozní výnosy	5,80%	6,34%	5,71%	6,48%	6,13%
F. Ostatní provozní náklady	3,74%	6,75%	5,75%	6,01%	6,06%
* Provozní výsledek hospodaření	2,48%	2,88%	9,82%	10,42 %	9,93%
VI. Výnosové úroky a podobné výnosy	0,12%	0,02%	0,01%	0,00%	0,00%
J. Nákladové úroky a podobné náklady	0,95%	0,71%	0,37%	0,31%	0,26%
VII. Ostatní finanční výnosy	1,80%	1,72%	1,37%	0,37%	0,14%
K. Ostatní finanční náklady	2,47%	2,08%	1,49%	0,63%	0,32%
* Finanční výsledek hospodaření	-1,50%	-1,05%	-0,48%	-0,56%	-0,44%
L. Daň z příjmů	0,24%	0,39%	1,75%	1,87%	1,91%
** Výsledek hospodaření před zdaněním (+/-)	0,98%	1,83%	9,33%	9,86%	9,49%
** Výsledek hospodaření po zdanění (+/-)	0,74%	1,44%	7,58%	7,98%	7,58%
*** Výsledek hospodaření za účetní období (+/-)	0,74%	1,44%	7,58%	7,98%	7,58%

Na výnosech se nejvíce podílí tržby za vlastní výrobky a služby. Jejich podíl přesahuje v posledních třech období 90 %. Významnou položkou je ale i výkonová spotřeba či osobní náklady. Tyto dvě položky snižují výsledek hospodaření.

Dále si lze všimnout rostoucího podílu Tržeb z prodeje výrobků a služeb na výnosech s výjimkou posledního sledovaného roku, kdy se tento podíl vůči předchozímu roku nepatrně snížil. Podíl Výkonové spotřeby, která představuje nákladovou položku, se v čase snižuje. Podíl Osobních nákladů na výnosech se pohybuje okolo 14 – 16 %. Největšího podílu tyto náklady dosahují v roce 2016, kdy tento podíl nepatrně přesahuje 16 %. Nicméně vzhledem k vývoji v čase lze říci, že podíl Osobních nákladů na výnosech je poměrně stabilní.

Horizontální analýza výkazu zisku a ztráty - absolutní změna

Zde je uvedena horizontální analýza výkazu zisku a ztráty vyjádřená v absolutní změně mezi jednotlivými roky.

Tabulka 25: Horizontální analýza výkazu zisku a ztráty - absolutní změna

[Zdroj: Vlastní zpracování dle: [57]]

Rok	2011/2012	2012/2013	2013/2014	2014/2015	2015/2016
I. Tržby z prodeje výrobků a služeb	-23 374	39 116	107 286	23 043	10 708
II. Tržby za prodej zboží	-4 438	-24 568	-38 341	-12 292	746
A. Výkonová spotřeba	-14 033	-10 490	38 258	5 458	2 801
B. Změna stavu zásob	5 379	-14 841	5 116	2 590	4 094
C. Aktivace	-591	27	-25	10	565
D. Osobní náklady	36	-503	6 031	5 671	6 448
III. Ostatní provozní výnosy	-1 796	2 051	2 012	4 254	-725
F. Ostatní provozní náklady	1 283	11 089	670	1 973	1 073
* Provozní výsledek hospodaření	-12 565	1 506	32 851	4 037	-800
VI. Výnosové úroky a podobné výnosy	-558	-370	-53	-3	-20
J. Nákladové úroky a podobné náklady	401	-875	-981	-212	-177
VII. Ostatní finanční výnosy	-234	-259	-255	-4 359	-1 016
K. Ostatní finanční náklady	-5 210	-1 388	-1 030	-3 731	-1 343
* Finanční výsledek hospodaření	4 017	1 634	1 703	-419	484
L. Daň z příjmů	-1 498	560	6 301	793	443
** Výsledek hospodaření před zdaněním (+/-)	-8 548	3 140	34 554	3 618	-316
** Výsledek hospodaření po zdanění (+/-)	-7 050	2 580	28 253	2 825	-759
*** Výsledek hospodaření za účetní období (+/-)	-7 050	2 580	28 253	2 825	-759

Tržby za prodej výrobků a služby v čase rostou, výjimkou je rok 2012, kdy došlo k jejich snížení. Současně však došlo ke snížení Výkonové spotřeby. V roce 2014 došlo k dramatickému přírůstku těchto tržeb. Toto meziroční zvýšení se projevilo samozřejmě i na Výsledku hospodaření běžného účetního období, který v tomto roce, jak již bylo řečeno, zaznamenal významný meziroční růst. Současně však v tomto roce došlo také ke zvýšení Výkonové spotřeby, nicméně tento růst je nižší než růst Tržeb za prodej výrobků

a služeb. V roce 2015 a 2016 není růst Tržeb za prodej výrobků tak dramatický, jako tomu bylo v roce 2014. Současné však i Výkonová spotřeba narůstá významně nižším tempem.

Osobní náklady převážně rostou, to může být způsobeno zvyšováním zaměstnanců nebo zvyšováním mzdy, případně obojím jako v tomto případě. Dochází k poklesu jak Ostatních finančních nákladů, tak Ostatních finančních výnosů. Finanční výsledek hospodaření s výjimkou roku 2015 ale roste, což je způsobeno tím, že pokles Ostatních finančních nákladů je větší než pokles Ostatních finančních výnosů [57].

Horizontální analýza výkazu zisku a ztráty – relativní změna

Horizontální analýza opět v relativním vyjádření je uvedena opět v tabulce níže.

Tabulka 26: Horizontální analýza výkazu zisku a ztráty - relativní změna

[Zdroj: Vlastní zpracování dle: [57]]

Rok	2011/2012	2012/2013	2013/2014	2014/2015	2015/2016
I. Tržby z prodeje výrobků a služeb	-8,40%	15,35%	36,50%	5,74%	2,52%
II. Tržby za prodej zboží	-5,57%	-32,64%	-75,62%	-99,42%	1036,11%
A. Výkonová spotřeba	-5,00%	-3,94%	14,94%	1,85%	0,93%
B. Změna stavu zásob	313,83%	-209,23%	66,03%	98,40%	9747,62%
C. Aktivace	-97,69%	192,86%	-60,98%	62,50%	2173,08%
D. Osobní náklady	0,06%	-0,87%	10,57%	8,99%	9,38%
III. Ostatní provozní výnosy	-7,81%	9,68%	8,65%	16,84%	-2,46%
F. Ostatní provozní náklady	10,36%	81,14%	2,71%	7,76%	3,92%
* Provozní výsledek hospodaření	-58,11%	16,63%	311,00%	9,30%	-1,69%
VI. Výnosové úroky a podobné výnosy	-55,58%	-82,96%	-69,74%	-13,04%	-100,00%
J. Nákladové úroky a podobné náklady	13,03%	-25,16%	-37,69%	-13,07%	-12,55%
VII. Ostatní finanční výnosy	-3,44%	-3,95%	-4,04%	-72,05%	-60,08%
K. Ostatní finanční náklady	-36,64%	-15,41%	-13,52%	-56,61%	-46,96%
* Finanční výsledek hospodaření	42,31%	29,83%	44,31%	-19,58%	18,91%
L. Daň z příjmů	-63,05%	63,78%	438,18%	10,25%	5,19%
** Výsledek hospodaření před zdaněním (+/-)	-70,48%	87,71%	514,20%	8,77%	-0,70%
** Výsledek hospodaření po zdanění (+/-)	-72,29%	95,48%	534,89%	8,42%	-2,09%
*** Výsledek hospodaření za účetní období (+/-)	-72,29%	95,48%	534,89%	8,42%	-2,09%

Zde je možné si všimnout dramatické změny Tržeb za vlastní výrobky a služby v roce 2014, meziroční změna dosahuje téměř 37 %. V tomto roce také došlo k růstu Výkonové spotřeby, nicméně její růst je menší než růst Tržeb za vlastní výrobky a služby. To se také projevilo na Výsledku hospodaření za účetní období, kde je možné zaznamenat významnou kladnou meziroční změnu. Změna stavu zásob a Aktivace je v roce 2016 také dramatická, nicméně opět vzhledem k jejich podílu na výnosech tato změna nemá významný vliv.

4.2 Poměrové ukazatele

Poměrové ukazatele jsou z hlediska finanční analýzy velmi významné, i zde je však nelze brát absolutně. V této práci jsou uvedeny ukazatele likvidity, rentability, aktivity a dlouhodobé finanční rovnováhy.

4.2.1 Ukazatele likvidity

Ukazatele likvidity jsou zde uvedeny za společnost Agados, významného konkurenta, tj. Vezeko, a odvětví. Vzhledem k tomu, že obor působnosti obchodního závodu Agados, spol. s r. o. je dle členění CZ-NACE 29.20, a že Ministerstvo průmyslu a obchodu poskytuje analytické materiály a statistiky pouze do dvouciferného členění jednotlivých oborů, tj. CZ-NACE 29, jsou zde uvedena i data z databáze Amadeus, která umožňuje bližší členění CZ-NACE. Dle této databáze k 13. 3. 2018 působí na českém trhu 669 společností v oboru CZ-NACE 29, nicméně pro čtyřciferné členění, tedy CZ-NACE 29.20, je to již pouze 99 společností. CZ-NACE 29.20 tak tvoří jen asi 14,8 % z CZ-NACE 29 [56].

Ukazatele likvidity jsou zaznamenány souhrnně v tabulce. V tabulce jsou zaznamenány hodnoty likvidity jak pro obchodní závod Agados, tak pro jeho konkurenci a odvětví. Na závěr této kapitoly je uveden i podíl čistého pracovního kapitálu na oběžných aktivech.

Tabulka 27: Ukazatele likvidity

[Zdroj: Vlastní zpracování dle: [56], [57], [58], [59]]

Ukazatele likvidity		2012	2013	2014	2015	2016
Běžná likvidita	Agados	1,23	1,28	1,46	1,75	1,68
	<i>Vezeke</i>	1,13	1,16	1,25	1,18	n. a.
	<i>Odvětví - NACE 29</i>	1,49	1,57	1,74	1,80	2,20
	<i>Odvětví - NACE 29.20</i>	1,28	1,32	1,40	1,43	1,62
Pohotová likvidita	Agados	0,75	0,81	0,96	1,23	1,14
	<i>Vezeke</i>	0,56	0,72	0,68	0,52	n. a.
	<i>Odvětví - NACE 29</i>	1,19	1,27	1,44	1,51	1,80
	<i>Odvětví - NACE 29.20</i>	0,77	0,87	0,92	0,88	1,00
Okamžitá likvidita	Agados	0,08	0,08	0,12	0,15	0,14
	<i>Vezeke</i>	0,12	0,19	0,25	0,27	n. a.
	<i>Odvětví - NACE 29</i>	0,44	0,47	0,66	0,71	0,83
	<i>Odvětví - NACE 29.20</i>	0,24	0,27	0,23	0,26	0,17

Jsou zde uvedeny tři stupně likvidity, přičemž běžná likvidita představuje likviditu třetího stupně, tj. kolika korunami oběžných aktiv je pokryta jedna koruna krátkodobých závazků. Okamžitá likvidita je naopak likviditou prvního stupně a představuje krytí těchto krátkodobých závazků pouze z peněžních prostředků.

Co se týče běžné likvidity, ta by se obecně měla pohybovat v rozmezí 1,5 – 2,5. Nicméně každé odvětví je jedinečné a má svoji specifikaci. Jak je možné vidět v tabulce, běžná likvidita společnosti Agados se v prvních třech sledovaných letech pohybuje pod hranicí 1,5. Taktéž je její likvidita ve všech sledovaných letech horší než likvidita za odvětví NACE 29. Avšak pokud srovnáme tuto likviditu s odvětvím NACE 29.20, v prvních dvou letech je sice likvidita společnosti horší než likvidita odvětví, nicméně téměř se blíží tomuto oborovému průměru. Od roku 2014 vykazuje společnost hodnoty likvidity lepší než oborový průměr odvětví NACE 29.20. V případě konkurence je zřejmé, že v oblasti běžné likvidity si společnost Agados vede lépe. Lze tedy říci, že v oblasti běžné likvidity si společnost vede výborně vzhledem ke specifikaci odvětví.

Pohotová likvidita by se obecně měla pohybovat v rozmezí 0,7 – 1,2; což společnost převážně splňuje. Odvětví NACE 29 vykazuje sice ve všech sledovaných letech likviditu vyšší než společnost Agados. V rámci užší specifikace odvětví je likvidita společnosti Agados obdobná, ba naopak vyšší než likvidita tohoto odvětví. Do roku 2014 byla

hodnota pohotové likvidity nepatrně nižší než likvidita odvětví NACE 29.20, od tohoto roku se však likvidita pohybuje nad jeho průměrem. Co se týče konkurence, opět společnost Agados disponuje ve všech sledovaných letech likviditou vyšší. V oblasti pohotové likvidity si společnost tedy vede v porovnání s odvětvím dobře, dokonce v posledních třech letech lze hovořit o přebytné likviditě, což však může být nevhodné.

Okamžitá likvidita by se měla pohybovat v rozmezí 0,2 – 0,5. Toto obecně doporučované rozmezí ani v jednom roce společnost Agados nesplňuje. Zatímco v případě odvětví dle NACE 29 se okamžitá likvidita pohybuje od 0,44 – 0,83, což se značně liší od likvidity společnosti Agados, jejíž hodnoty se pohybují 0,08 – 0,14. Nicméně při pohledu na odvětví s bližší specifikací se rozmezí pohybuje v mnohem nižších hodnotách, tj. 0,17 – 0,27. Ačkoli i přes to nedosahuje v žádném roce společnost lepších hodnot a stále je její hodnota likvidity poměrně nízká, zejména v prvních dvou letech, rozdíl není tak dramatický. V roce 2016 se okamžitá likvidita společnosti Agados téměř blíží průměrné hodnotě za odvětví NACE 29.20. Co se týče konkurence, hodnoty likvidity společnosti Vezeko jsou po celé období vyšší než hodnoty likvidity společnosti Agados a v letech 2014 a 2015 dokonce převyšují oborový průměr. Kritické v oblasti okamžité likvidity jsou pro společnost Agados první dva roky.

Podíl čistého pracovního kapitálu na oběžných aktivech

V této kapitole je také uveden podíl čistého pracovního kapitálu na oběžných aktivech, neboť tento ukazatel doplňuje likviditu a znázorňuje volné prostředky, které obchodnímu závodu zůstanou po úhradě krátkodobých závazků. Zde je uveden tento podíl pro porovnání také za konkurenci a odvětví v členění pouze NACE 29.20, neboť z hodnot ukazatelů likvidity výše je zřejmé, že relevantní je v oblasti likvidity členění dle užší specifikace.

Tabulka 28: Podíl čistého pracovního kapitálu na oběžných aktivech

[Zdroj: Vlastní zpracování dle: [56], [57], [58]]

Podíl ČPK na OA	2012	2013	2014	2015	2016
Agados	18,64%	21,87%	31,66%	42,75%	40,36%
Vezeko	11,40%	14,14%	20,20%	14,91%	n. a.
Odvětví - NACE 29.20	21,94%	24,41%	28,37%	30,07%	38,43%

Jak lze vidět v tabulce, podíl ČPK na OA se blíží tomuto podílu za odvětví, poslední tři roky je tento podíl dokonce vyšší než průměr odvětví. Co se týče konkurence, ta dosahuje po celé sledované období nižšího podílu jak vůči společnosti Agados, tak vůči samotnému odvětví. Tento ukazatel má u společnosti Agados za sledované období převážně rostoucí tendenci a pohybuje se poblíž oborového průměru. V roce 2015 však dosáhl tento podíl u společnosti Agados výrazně vyšší hodnoty než odvětví.

4.2.2 Ukazatele rentability

V této kapitole jsou uvedeny jednotlivé ukazatele rentability, které sledují výnosnost peněžních prostředků. Opět jsou zde uvedeny hodnoty těchto ukazatelů za společnost Agados, konkurenci a pro porovnání i za odvětví NACE 29 a NACE 29.20. Tabulka níže představuje výčet ukazatelů, kterými jsou ROCE – *rentabilita kapitálu*, ROA – *rentabilita aktiv*, ROE – *rentabilita vlastního kapitálu*, ROS – *rentabilita tržeb*.

Tabulka 29: Ukazatele rentability

[Zdroj: Vlastní zpracování dle: [56], [57], [58], [59]]

Ukazatele rentability		2012	2013	2014	2015	2016
ROCE	Agados	7,11%	8,31%	31,20%	29,57%	24,97%
	<i>Vezeko</i>	19,77%	18,96%	21,38%	10,02%	n. a.
	<i>Odvětví - NACE 29</i>	13,15%	10,17%	16,31%	16,44%	18,39%
	<i>Odvětví - NACE 29.20</i>	7,65%	9,54%	15,97%	11,49%	8,37%
ROA	Agados	3,09%	4,22%	18,99%	18,58%	16,65%
	<i>Vezeko</i>	10,18%	11,18%	13,23%	6,20%	n. a.
	<i>Odvětví - NACE 29</i>	8,81%	7,33%	10,99%	13,38%	13,12%
	<i>Odvětví - NACE 29.20</i>	9,83%	13,00%	23,58%	16,84%	12,66%
ROE	Agados	4,31%	7,78%	40,01%	32,38%	24,57%
	<i>Vezeko</i>	20,83%	22,86%	20,89%	8,71%	n. a.
	<i>Odvětví - NACE 29</i>	15,26%	12,09%	17,89%	21,86%	20,62%
	<i>Odvětví - NACE 29.20</i>	5,35%	8,17%	14,76%	10,76%	7,67%
ROS	Agados	2,69%	3,14%	10,56%	11,18%	10,59%
	<i>Vezeko</i>	4,25%	6,14%	6,60%	3,16%	n. a.
	<i>Odvětví - NACE 29</i>	5,22%	4,67%	6,15%	7,23%	6,88%
	<i>Odvětví - NACE 29.20</i>	2,57%	3,39%	5,19%	3,20%	3,22%

Pro výpočet jednotlivých rentabilit je použit provozní výsledek hospodaření. Výjimkou je rentabilita vlastního kapitálu, kde je pro výpočet použit čistý zisk. V tomto případě je tedy posuzován efekt čistého zisku, tj. kolik čistého zisku připadá na vlastní kapitál. Hodnoty by v případě použití provozního výsledku hospodaření byly vyšší, neboť by nezahrnovaly efekt zdanění a úroků. Dále si lze všimnout, že hodnoty u odvětví NACE 29 a bližší specifikace NACE 29.20 se v některých případech značně liší.

Rentabilita investovaného kapitálu představuje výnosnost investovaných prostředků. V prvních dvou letech se tato rentabilita pohybuje kolem průměru za odvětví NACE 29.20. Nicméně od roku 2014 je dramaticky vyšší a její hodnoty dokonce přesahují i rentabilitu za NACE 29. Tento dramatický nárůst je způsoben výrazně lepším výsledkem hospodaření, kterého společnost v běžném účetním období dosáhla. Vůči konkurenci si v prvních dvou letech společnost vede hůře, nicméně od roku 2014 dosahuje i zde výrazně lepších výsledků.

Rentabilita aktiv má obdobný průběh, ačkoli si zde společnost vede nepatrně hůře. Odvětví NACE 29 dosahuje s výjimkou roku 2016 rentability horší než odvětví NACE 29.20. Společnost Agados si vede v prvních dvou letech výrazně hůře než je průměr odvětví NACE 29.20. v roce 2014 se však rentabilita společnosti Agados blíží průměru tohoto odvětví a v letech 2015 a 2016 již dosahuje hodnot lepších. Konkurence si v prvních dvou letech vede lépe, od roku 2014 však dosahuje výrazně horší rentability aktiv než společnost Agados.

V případě rentability vlastního kapitálu se v prvních dvou letech společnosti nedaří dosáhnout ani průměru za odvětví NACE 29.20. Nicméně v roce 2014 se situace dramaticky zlepšila a rentabilita vlastního kapitálu společnosti Agados je výrazně lepší než je průměr odvětví NACE 29.20 a dokonce taktéž lepší než průměr odvětví NACE 29. Od tohoto roku dosahuje společnost Agados lepší rentability vlastního kapitálu než je průměr odvětví v užším i širším pojetí. V roce 2016 se rentabilita vlastního kapitálu společnosti Agados blíží průměru za odvětví NACE 29. V případě konkurence si společnost Agados vede hůře první dva roky. Nicméně v roce 2014 již rentabilita vlastního kapitálu společnosti Agados výrazně převyšuje rentabilitu konkurence. V roce 2015 je rentabilita vlastního kapitálu opět dramaticky lepší než rentability vlastního kapitálu společnosti Vezeko, která se v tomto roce snížila.

Rentabilita tržeb společnosti Agados vyvíjí v prvních dvou letech obdobně jako rentabilita odvětví NACE 29.20. Od roku 2014 dosahuje však společnost významně vyšší rentability než je průměr za odvětví. I zde si lze všimnout, že za odvětví NACE 29 je vykazována rentabilita lepší, než za odvětví s bližší specifikací, tj. NACE 29.20. Konkurence si i tentokrát vede lépe pouze v prvních dvou letech. Od roku 2014 společnost Agados dosahuje vyšší rentability tržeb než konkurence.

4.2.3 Ukazatele aktivity

Ukazatele aktivity mají za úkol identifikovat, jak efektivně společnost hospodaří se svými aktivy. V tabulce níže jsou zaznamenány jednotlivé ukazatele aktivity za společnost a za konkurenci.

Tabulka 30: Ukazatele aktivity

[Zdroj: Vlastní zpracování dle: [57], [58]]

Ukazatele aktivity		2012	2013	2014	2015	2016
Obrat aktiv	Agados	1,48	1,53	1,82	1,70	1,60
	<i>Vezeko</i>	2,39	1,82	2,01	1,96	n. a.
Vázanost DHM	Agados	0,28	0,28	0,23	0,22	0,28
	<i>Vezeko</i>	0,18	0,28	0,25	0,28	n. a.
Obrat zásob	Agados	7,01	7,85	9,62	9,49	9,37
	<i>Vezeko</i>	8,69	10,05	9,20	7,88	n. a.
Doba obratu zásob	Agados	51,36	45,85	37,42	37,92	38,44
	<i>Vezeko</i>	41,41	35,80	39,12	45,66	n. a.
Obrat pohledávek	Agados	5,09	4,99	5,75	4,56	5,05
	<i>Vezeko</i>	11,40	8,34	12,15	20,62	n. a.
Doba obratu pohledávek	Agados	70,71	72,16	62,59	78,97	71,29
	<i>Vezeko</i>	31,57	43,15	29,64	17,46	n. a.
Doba samoreprodukce	Agados	4,34	4,15	1,90	2,40	2,93
	<i>Vezeko</i>	3,66	3,55	3,37	5,07	n. a.
Doba obratu závazků	Agados	62,37	69,08	54,38	56,91	50,01
	<i>Vezeko</i>	42,47	45,42	44,36	42,78	n. a.

Obrat aktiv informuje o využití veškerého majetku společnosti. Čím vyšší tento obrat je, tím je to lepší, neboť to značí efektivnější využití majetku. Svoji roli zde však hraje zvolená metoda odepisování. Jak je možné vidět v tabulce, ve všech letech je obrat aktiv vyšší než 1. Nejvyšší efektivnosti společnost dosáhla v roce 2014, kdy hodnota tohoto ukazatele je 1,82. Naopak nejhůře je na tom v roce 2012, kdy je to pouze 1,48. Co se týče

konkurence, ta dosahuje ve všech letech vyšší efektivity. V roce 2012 je rozdíl vysoký, v následujících letech již rozdíly nejsou tak markantní.

V roce 2012 a 2013 je hodnota ukazatele vázanosti DHM 0,28. V roce následujícím došlo ke snížení na 0,23 a v roce 2015 na 0,22, což lze hodnotit pozitivně. V roce 2016 došlo k navýšení opět na hodnotu 0,28, což souvisí s novými investicemi do DHM. V případě konkurence hodnota tohoto ukazatele kolísá. V roce 2012 je hodnota nižší než u společnosti Agados, následně však došlo ke zvýšení na 0,28, hodnoty pro rok 2013 jsou tedy stejné. V roce 2014 došlo k nepatrnému snížení a v roce 2015 opět ke zvýšení na hodnotu 0,28.

Obrat zásob byl v prvních dvou letech poměrně nízký, konkurence si vedla lépe a její zásoby se za rok vícekrát proměnily v pohotové peněžní prostředky. Nicméně obrat se postupně zvyšuje a již v roce 2014 společnost dosahuje vyššího obratu zásob než konkurence. V roce 2016 došlo k nepatrnému snížení.

Doba obratu zásob je v prvních dvou letech poměrně vysoká, nicméně od roku 2014 osciluje kolem 38 dnů. Ačkoli v roce 2012 a 2013 je rozdíl vůči konkurenci téměř 10 dnů, v roce 2014 došlo k významnému zlepšení a společnost dosáhla nejkratšího obratu, tj. 37,42 dnů, vůči konkurenci dosahuje obratu kratšího zhruba o necelé 2 dny. V následujícím roce pak obratu kratšího téměř o 8 dnů.

Obrat pohledávek osciluje kolem 5. Znamená to tedy, že zhruba 5 krát za rok se pohledávky promění v peněžní prostředky. Konkurence v tomto případě dosahuje i více než dvojnásobných hodnot, v roce 2015 dokonce 4 násobných.

Tomu odpovídá i doba obratu pohledávek, která udává počet dní mezi vystavením faktury za prodej zboží a služeb a okamžikem její úhrady. Jak lze vidět v tabulce, nejnižší doby obratu pohledávek společnost dosahuje v roce 2014, tato doba představuje zhruba 63 dnů. Naopak nejdelší dobu obratu pohledávek je možné vidět v roce následujícím, kdy se jedná o téměř 79 dnů. V tomto směru dosahuje společnost Vezeko lepších výsledků. Například v roce 2015 naopak dosáhla nejvyšší doby obratu pohledávek, tj. zhruba 17,5 dnů. V prvních třech letech se pohybuje průměrně okolo 35 dnů.

V případě doby samoreprodukce, jenž podává informace o tom, za jak dlouhou dobu bude obnovena položka VK z cash flow, si společnost vede hůře než konkurence. Nicméně

v roce 2014 se tato doba podstatně zkrátila ze 4,15 na 1,9. Toto razantní zlepšení je způsobeno zlepšeným výsledkem hospodaření. Následně však dochází k nepatrnému zvýšení, nicméně i přes to je tato doba v roce 2015 kratší než vykazuje konkurence.

Doba obratu závazků je poměrně také poměrně vysoká, což naopak od doby obratu pohledávek lze hodnotit pozitivně. Nicméně doba obratu závazků je kratší než doba obratu pohledávek. Konkurence dosahuje sice kratší doby obratu závazků, tj. průměrně 43 dnů, vzhledem k době obratu pohledávek nelze říci, že by si v tomto ohledu vedla špatně.

4.2.4 Ukazatele dlouhodobé finanční rovnováhy

Ukazatele dlouhodobé finanční rovnováhy sledují zejména strukturu zdrojů. Tedy jak se na financování podílí vlastní a cizí zdroje. Jednotlivé základní ukazatele za společnost, konkurenci a odvětví jsou zaznamenány v tabulce níže a ty jsou opět dále samostatně znázorněny graficky. Na závěr této kapitoly je navíc uvedena i tabulka s doplňujícími ukazateli dlouhodobé finanční rovnováhy za společnost Agados a konkurenci.

Tabulka 31: Ukazatele dlouhodobé finanční rovnováhy I

[Zdroj: Vlastní zpracování dle: [56], [57], [58], [59]]

Ukazatele dlouhodobé finanční rovnováhy		2012	2013	2014	2015	2016
Koeficient samofinancování	Agados	27,43%	30,75%	37,10%	45,06%	52,67%
	<i>Vezeko</i>	50,90%	45,07%	47,05%	44,45%	n. a.
	<i>Odvětví - NACE 29</i>	44,30%	44,78%	44,86%	47,91%	48,76%
	<i>Odvětví - NACE 29.20</i>	47,62%	44,25%	44,73%	47,23%	50,75%
Míra zadluženosti	Agados	2,62	2,23	1,68	1,20	0,89
	<i>Vezeko</i>	0,96	1,22	1,12	1,24	n. a.
	<i>Odvětví - NACE 29</i>	1,24	1,25	1,20	1,07	1,02
	<i>Odvětví - NACE 29.20</i>	1,10	1,26	1,23	1,12	0,96
Úrokové krytí	Agados	2,60	4,06	26,77	33,65	37,84
	<i>Vezeko</i>	17,51	33,05	22,98	11,24	n. a.
	<i>Odvětví - NACE 29.20</i>	6,69	10,52	20,53	14,43	10,88

V tabulce je uveden koeficient samofinancování, míra zadluženosti a také úrokové krytí. Koeficient samofinancování znázorňuje, jak se na celkových zdrojích podílí vlastní kapitál. Míra zadluženosti vyjadřuje poměr cizích zdrojů na zdrojích vlastních a úrokové

krytí pak znázorňuje, kolikrát jsou úroky z poskytnutých úvěrů kryty provozním výsledkem hospodaření. Lze si všimnout, že hodnoty jak za celé odvětví NACE 29 tak za odvětví NACE 29.20 jsou obdobné.

Společnost je v prvních dvou letech poměrně zadlužená. V roce 2014 se struktura zdrojů financování zlepšila a téměř dosahuje průměrných hodnot za odvětví. V roce 2015 lze hovořit o průměrné zadluženosti odvětví a v roce 2016 je společnost méně zadlužená než je průměr odvětví. Na struktuře financování u konkurence se podílejí cizí zdroje v prvních třech letech méně, než je tomu v případě společnosti Agados. V roce 2015 je společnost Agados nepatrně méně zadlužená než společnost Vezeko. Lze říci, že po celé sledované období se koeficient samofinancování společnosti Vezeko pohybuje kolem průměrných hodnot odvětví.

Míra zadluženosti odpovídá koeficientu samofinancování. Společnost Agados postupem času snižuje svoji míru zadluženosti. A ačkoli v roce 2012 míra zadluženosti přesahovala 2,5, v roce 2016 je míra zadluženosti menší než 1. To znamená, že vlastní zdroje převyšují cizí zdroje. V posledních dvou letech míra zadluženosti společnosti Agados v podstatě odpovídá míře zadluženosti odvětví.

V případě úrokového krytí je na tom společnost opět v prvních dvou letech poměrně špatně. Vůči konkurenci dosahuje dramaticky nižších hodnot, nicméně vůči odvětví již rozdíl není tak markantní. Od roku 2014 je zřejmé významné zlepšení, a to díky razantnímu zvýšení provozního výsledku hospodaření. Společnost tak dosahuje vyššího úrokového krytí než konkurence a odvětví. V roce 2015 a 2016 je rozdíl dramatičtější.

Následující tabulka představuje doplňující ukazatele dlouhodobé finanční rovnováhy společnosti a současně také konkurence.

Tabulka 32: Ukazatele dlouhodobé finanční rovnováhy II

[Zdroj: Vlastní zpracování dle: [57], [58]]

Ukazatele dlouhodobé finanční rovnováhy		2012	2013	2014	2015	2016
Celková zadluženost	Agados	71,98%	68,45%	62,21%	53,97%	46,99%
	Vezeko	48,77%	54,91%	52,87%	55,16%	n. a.
Podíl DM na A	Agados	46%	46%	45%	39%	47%
	Vezeko	44%	52%	49%	54%	n. a.
	Agados	51%	47%	40%	30%	22%

Podíl dlouh. CZ na celkových dlouh. zdrojích	<i>Vezeko</i>	1%	24%	24%	28%	n. a.
Podíl dlouh. CZ na CZ	Agados	39%	39%	39%	36%	32%
	<i>Vezeko</i>	1%	25%	28%	32%	n. a.
Krytí DM dlouhodobým kapitálem	Agados	1,22	1,24	1,38	1,63	1,45
	<i>Vezeko</i>	1,16	1,14	1,26	1,15	n. a.
Krytí DM vlastním kapitálem	Agados	0,60	0,66	0,83	1,14	1,13
	<i>Vezeko</i>	1,15	0,87	0,96	0,83	n. a.

Celková zadluženost souvisí s koeficientem samofinancování, pouze naopak představuje podíl cizích zdrojů na celkových zdrojích. Vývoj je tedy identický, společnost je v prvních dvou letech poměrně zadlužená. Postupem času však svoji zadluženost snižuje a v roce 2016 dosahuje zadluženosti pouze 46,99 %.

Podíl DM na aktivech se v čase příliš nemění a pohybuje se v rozmezí 39 – 47 %. Společnost *Vezeko* má podíl DM na aktivech obdobný, od roku 2013 dosahuje mírně vyššího podílu.

Podíl dlouhodobých CZ na celkových dlouhodobých zdrojích je v roce 2012 51 %, tento podíl se dále snižuje a v roce 2016 je to již pouze 22 %. To souvisí se snižováním dlouhodobého úvěru a s rostoucím výsledkem hospodaření. Naopak společnost *Vezeko* v roce 2012 nemá téměř žádné dlouhodobé CZ, v roce 2013 přijala dlouhodobý úvěr, podíl dlouhodobých CZ se od tohoto roku pohybuje od 24 % do 28 %.

Podíl dlouhodobých CZ na celkových CZ se v případě společnosti *Agados* nepatrně snižuje. To souvisí se snižováním dlouhodobých cizích zdrojů a se snižováním cizích zdrojů na pasivech. Společnost *Vezeko* má opačnou tendenci a tento podíl zvyšuje, postupem času dochází ke zvyšování dlouhodobého úvěru.

Společnost *Agados* kryje dlouhodobý majetek dlouhodobým kapitálem ve větší míře, než společnost *Vezeko*. Tento podíl navíc u společnosti *Agados* roste s výjimkou posledního roku, kdy došlo k nepatrnému snížení.

Co se týče krytí dlouhodobého majetku vlastním kapitálem, je na tom společnost *Agados* první dva roky výrazně hůře než konkurence. To souvisí s finanční strukturou, v tomto období společnost vykazuje poměrně vysokou zadluženost a navíc ani výsledek

hospodaření nebyl příliš dobrý oproti následujícím rokům. V roce 2014 dosahuje přibližně stejného krytí jako konkurence. V roce 2015 je toto krytí výrazně vyšší a v následujícím roce zůstává v přibližně stejné výši.

4.3 Rozdílové ukazatele

V tabulce níže jsou uvedeny hodnoty čistého pracovního kapitálu a čistých pohotových prostředků společnosti Agados i konkurence.

Tabulka 33: Rozdílové ukazatele

[Zdroj: Vlastní zpracování dle: [57], [58]]

Rozdílové ukazatele		2012	2013	2014	2015	2016
ČPK	<i>Agados</i>	22 837	25 765	39 471	64 434	59 107
	<i>Vezeko</i>	6 316	10 054	16 951	13 150	n. a.
ČPP	<i>Agados</i>	-89 925	-76 280	-58 811	-28 457	-29 844
	<i>Vezeko</i>	-22 312	-37 635	-47 454	-70 776	n. a.

V případě ČPK se jedná o oběžná aktiva, která jsou očištěna o závazky, které bude v nejbližší době nutné uhradit. Jak je možné vidět v tabulce, u společnosti Agados dochází ke zvyšování ČPK, mění se tedy v závislosti na tržbách a lze usuzovat na racionálně nastavený rozměr tohoto ukazatele. Společnost Agados dosahuje ve všech sledovaných letech vyššího ČPK než společnost Vezeko, a to několikanásobně. Výše ČPK se v čase zvyšuje s výjimkou posledního roku, kdy nepatrně poklesl.

ČPP jsou na tom z hlediska společnosti Agados oproti ČPK hůře. Jelikož se jedná o rozdíl peněžních prostředků a okamžitě splatných závazků, vzhledem k horší okamžité likviditě je tento ukazatel ve všech sledovaných letech záporný. Stejně tak je tomu u konkurence. Nicméně společnost Agados zvyšuje peněžní prostředky v průběhu času a díky tomu dochází k zlepšujícím se hodnotám ČPP. Konkurence je na tom z hlediska ČPP zpočátku lépe, nicméně v roce 2014 se výše rozdílu mezi ČPP těchto společností snižuje a v roce 2015 je na tom společnost Agados výrazně lépe.

4.4 Souhrnné ukazatele

Pro souhrnné hodnocení jsou zde uvedeny i ukazatele, které hodnotí společnosti komplexně, jedná se o Altmanův model a Index IN05. Tyto ukazatele mají za úkol identifikovat, zda obchodní závod spěje k bankrotu či nikoli, respektive, zda tvoří či netvoří hodnotu. Slouží tedy zejména jako varovné signály toho, že něco není v pořádku.

4.4.1 Altmanův model

V tabulce níže jsou zaznamenány hodnoty Altmanova modelu, tedy tzv. vzorce Z-score. Tento model má za úkol identifikovat potenciálně hrozící bankrot.

Tabulka 34: Altmanův model

[Zdroj: Vlastní zpracování dle: [57]]

Altmanův model											
Ukazatel	Váha	2012		2013		2014		2015		2016	
		abs.	%	abs.	%	abs.	%	abs.	%	abs.	%
ČPK/A	0,998	0,10	4,93	0,11	5,04	0,17	5,63	0,25	7,95	0,21	6,79
NZ/A	0,847	0,24	9,88	0,26	9,77	0,20	5,51	0,28	7,60	0,38	10,23
EBIT/A	3,107	0,04	6,08	0,05	6,68	0,19	19,84	0,19	18,91	0,17	16,96
VK/CZ	0,420	0,38	7,90	0,45	8,49	0,60	8,32	0,83	11,21	1,12	15,15
T/A	0,998	1,45	71,21	1,56	70,03	1,83	60,70	1,70	54,33	1,58	50,87
Z-score		2,03	100,00	2,22	100,00	3,01	100,00	3,13	100,00	3,11	100,00
Ohrožen?		ŠZ		ŠZ		NE		NE		NE	

Jak lze vidět v tabulce, společnost Agados spadá v prvních dvou letech do tzv. šedé zóny. Nicméně v roce 2013 se situace zlepšila a od roku 2014 se dle tohoto ukazatele společnost nenachází v ohrožení, respektive společnosti nehrozí bankrot, naopak ji lze označit jako prosperující společnost. Společnost se jeví jako finančně důvěryhodná. Razantní zlepšení mezi roky 2013 a 2014 je zapříčiněno zejména výrazně lepším provozním výsledkem hospodaření. V následujících letech byla výborná situace podpořena i snižující se zadlužeností.

4.4.2 Index IN05

V tabulce níže jsou zaznamenány hodnoty indexu IN05. Jedná se o aktualizovaný index IN01.

Tabulka 35: Index IN05

[Zdroj: Vlastní zpracování dle: [57]]

IN05											
Ukazatel	Váha	2012		2013		2014		2015		2016	
		abs.	%	abs.	%	abs.	%	abs.	%	abs.	%
A/CZ	0,13	1,39	20,32	1,46	18,75	1,61	11,13	1,85	12,69	2,13	15,24
EBIT/NÚ	0,04	2,60	11,72	4,06	16,02	9,00	19,18	9,00	18,97	9,00	19,82
EBIT/A	3,97	0,04	17,72	0,05	18,74	0,19	40,64	0,19	39,83	0,17	37,07
V/A	0,21	1,60	37,80	1,69	35,12	1,97	22,03	1,83	20,23	1,69	19,56
OA/KD	0,09	1,23	12,44	1,28	11,37	1,46	7,02	1,75	8,28	1,68	8,31
IN05		0,89	100,00	1,01	100,00	1,88	100,00	1,90	100,00	1,82	100,00
Ohrožen?		ANO		ŠZ		NE		NE		NE	

V roce 2012 je společnost dle indexu IN05 vyhodnocena jako společnost, která netvoří žádnou hodnotu, respektive její finanční zdraví je špatné. Nicméně jak je možné vidět v tabulce, jedná se o hraniční hodnotu. Tedy kdyby index IN05 byl o jednu setinu lepší, již by se společnost nacházela pouze v šedé zóně, a nikoli v ohrožené situaci. V následujícím roce došlo ke zlepšení, společnost se v tomto roce nachází v tzv. šedé zóně, která obdobně jako u předchozího modelu značí, že obchodní závod nemá vyhraněnou finanční situaci. Od roku 2014 se hodnota indexu významně zlepšila a i dle tohoto ukazatele je označena jako společnost prosperující, která hodnotu tvoří.

Shrnutí finanční analýzy

Po provedení finanční analýzy lze říci, že přes horší situaci v prvních dvou sledovaných letech došlo v roce 2014 k výraznému zlepšení v důsledku nových zakázek. Z hlediska likvidity se společnost pohybuje poblíž průměru odvětví NACE 29.20. Nicméně mírně problematickou lze shledat oblast pohotové likvidity, která je velice nízká. Jedná se o nejpřísnější ukazatel likvidity. Za poslední tři roky však došlo ke zvýšení hodnot této likvidity a v posledním roce společnost dosahuje téměř průměru odvětví NACE 29.20, i ten je však poměrně nízký. Z hlediska podílu čistého pracovního kapitálu na oběžných

aktivech si však společnost vede jak v rámci odvětví, tak v rámci konkurence velice dobře, což charakterizuje krátkodobou finanční stabilitu. Co se týče rentability, je na tom tato společnost výborně a v rámci posledních tří let dosahuje ve většině případů vyšší rentability, než je průměr odvětví. V oblasti ukazatelů aktivity si však vede hůře v porovnání s konkurencí. Společnost dosahuje poměrně dlouhé doby obratu pohledávek. Z hlediska ukazatelů dlouhodobé finanční rovnováhy si vede opět výborně. Ačkoli v roce 2012 byl koeficient samofinancování nízký, postupně dochází ke snižování míry zadluženosti. Společnost tedy úspěšně hradí své úvěry a v roce 2016 již dosahuje koeficientu samofinancování ve výši 52,67 %. ČPK se vyvíjí obdobně vzhledem k výši tržeb a současně je vyšší než v případě konkurence. Po provedení souhrnných ukazatel bylo zjištěno, že dle Altmanova modelu se společnost v prvních dvou letech nachází v šedé zóně, nicméně od roku 2014 lze konstatovat, společnost Agados dle Altmanova modelu není ohrožena bankrotem. V případě Indexu IN05 je dokonce v roce 2012 vyhodnocena jako ohrožená, nicméně následující rok spadá do kategorie šedé zóny. Od roku 2014 je vyhodnocena i Indexem IN05 jako společnost prosperující. Je tedy zřejmé, že i přes neblahý vývoj v roce 2012 se společnost Agados v posledních třech letech pohybuje v pásnu prosperujících společností.

5 SWOT MATICE

Mezi významné silné stránky společnosti patří:

- zavedená značka s širokým povědomím,
- oceňovaná kvalita, zpracování a design,
- výborná technická vybavenost,
- pevné dlouhodobé vztahy s dodavateli a odběrateli,
- vysoký tržní podíl, monopol jako dodavatel v síti hypermarketů,
- široká servisní a dealerská síť,
- vysoká míra řízení firemních procesů díky informačnímu systému MyGem,
- zavedená rychlost 130 km/hod. Neboť standardně nesmí být nejvyšší rychlost přívěsů kategorií O1 a O2 vyšší než 80 km/hod. Společnost má tyto kategorie přívěsů homologovány prostřednictvím státní zkušebny na rychlost 130 km/hod. [21], [60].

Mezi slabé stránky společnosti patří:

- dlouhá doba obratu pohledávek,
- nízká pohotovost likvidity.

Mezi příležitosti pro zlepšení lze zařadit:

- nové modely přívěsů AGADOS TITUS a VZ-26 HS, které jsou konkurencí pro přívěsy TITBIT a DUNG od firmy VEZEKO, tímto vzniká příležitost pro růst tržního podílu,
- nová řada sklopných přívěsů Handy, modely Handy-8, -28, a -27 - diverzifikace produktů pro jednotlivé hypermarkety,
- nové trhy – Afrika, Asie, Jižní Amerika,
- nové segmenty trhu – mobilní kuchyně, mobilní úpravny vod, cisterny, přívěsy pro obranné technologie, spolupráce na vývoji s nadnárodními koncerny (BAE Systems) [21].

Mezi hrozby patří:

- nedostatek pracovních sil,

- cenová válka v oboru ze strany polské konkurence, nicméně tito konkurenti nabízí poměrně nízkou kvalitu. Agados proto v tomto případě reaguje kampaní, která zdůrazňuje právě vysokou kvalitu vlastních výrobků [21].

6 ROZDĚLENÍ MAJETKU

Pro ohodnocení obchodního závodu je nutné nejprve rozdělit majetek na provozně nutný, tedy majetek využívaný k hlavní činnosti, a majetek provozně nenutný. Hodnotu majetku provozně nutného je možné vidět v následující tabulce. Z provozně nutného majetku je vyřazen Dlouhodobý finanční majetek, výjimkou jsou však Podíly ovládaná nebo ovládající osoba. V tomto případě se jedná o majetek provozně nutný, neboť tento majetek souvisí s hlavní činností obchodního závodu. Jedná se o podíly v zahraničních dceřiných společnostech, do kterých společnost Agados dodává svoje výrobky. Pracovní kapitál provozně nutný představuje rozdíl aktivních položek, tedy Zásob, Pohledávek a Ostatních aktiv, a pasivních položek, kterými jsou Krátkodobé závazky, Ostatní pasiva. Zde jsou odečítány pouze závazky explicitně néuročené. Taktéž je nutné od této hodnoty odečíst provozně nutné peníze. Maximální provozně nutná likvidita je stanovena ve výši 0,2 dle průměru odvětví. Tato hranice není ani v jednom roce překročena, proto je likvidita obchodního závodu současně provozně nutnou likviditou. Provozně nutné peníze pak představují součin provozně nutné likvidity a Krátkodobých závazků. Investovaný kapitál provozně nutný představuje součet dlouhodobého majetku provozně nutného a Pracovního kapitálu provozně nutného.

Tabulka 36: Rozdělení dlouhodobého majetku [v tis. Kč]

[Zdroj: Vlastní zpracování dle: [57]]

Rozdělení dlouhodobého majetku [v tis. Kč]	2012	2013	2014	2015	2016
Dlouhodobý nehmotný majetek	4 463	2 074	1 831	1 069	820
Dlouhodobý hmotný majetek	94 102	93 756	95 956	94 410	124 950
Dlouhodobý finanční majetek	2 277	2 484	2 511	2 448	2 447
Dlouhodobý majetek provozně nutný	100 842	98 314	100 298	97 927	128 217
Zásoby	48 099	42 908	42 714	44 694	47 020
Pohledávky	66 224	67 532	71 451	93 075	87 217
Ostatní aktiva (časové rozlišení aktivní)	1 328	772	467	102	0
Krátkodobé závazky	58 416	64 647	62 075	67 077	61 173
Ostatní pasiva (časové rozlišení pasivní)	1 335	1 752	1 559	2 426	952
Peníze (pokladna + účet) v rozvaze	8 224	7 372	10 497	12 955	12 203
Likvidita (peníze / krátkodobé závazky)	0,14	0,11	0,17	0,19	0,20
Provozně nutná likvidita	0,14	0,11	0,17	0,19	0,20
Provozně nutné peníze	8 224	7 372	10 497	12 955	12 203
Pracovní kapitál provozně nutný	64 124	52 185	61 495	81 323	84 315
Investovaný kapitál provozně nutný	164 966	150 499	161 793	179 250	212 532

Pro výpočet Korigovaného provozního výsledku hospodaření je nutné z Provozního výsledku hospodaření vyloučit Tržby z prodaného dlouhodobého majetku a materiálu a přičíst Zůstatkovou hodnotu dlouhodobého majetku a materiálu. Po provedení těchto operací je získán Korigovaný provozní výsledek hospodaření, který je uveden v následující tabulce včetně souhrnné výše položek, o které je očištěn provozní výsledek hospodaření.

Tabulka 37: Korigovaný provozní VH [v tis. Kč]

[Zdroj: Vlastní zpracování dle: [57]]

Korigovaný provozní VH [v tis. Kč]	2012	2013	2014	2015	2016
Provozní výsledek hospodaření z výsledovky	9 057	10 563	43 414	47 451	46 651
Vyloučení VH z prodeje majetku	-9 990	-4 151	-6 167	-5 604	-5 331
Korigovaný provozní výsledek hospodaření	-933	6 412	37 247	41 847	41 320

V prvním sledovaném roce je možné vidět záporný Korigovaný provozní výsledek hospodaření, neboť v tomto roce je vysoký VH z prodeje majetku. Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu jsou podstatně vyšší, než Zůstatková cena dlouhodobého majetku a materiálu. Je tomu tak proto, že v tomto roce došlo k prodeji nepotřebných strojů. V následujících letech tento objem VH z prodeje majetku není tak vysoký, proto rozdíl mezi Provozním výsledkem hospodaření a Korigovaným provozním výsledkem hospodaření není markantní.

7 ANALÝZA A PROGNÓZA GENERÁTORŮ HODNOTY

V této kapitole jsou analyzovány a prognózovány jednotlivé generátory hodnoty. Jedná se o prognózu tržeb, prognózu ziskové marže a o prognózu investic do pracovního kapitálu a dlouhodobého majetku.

7.1 Prognóza tržeb

Pro ohodnocení obchodního závodu je nejprve nutné stanovit prognózu vývoje tržeb. Tato prognóza je velice významná, neboť vstupuje do finančního plánu a přímo ovlivňuje některé proměnné. Je tedy zřejmé, že čím přesnější prognóza tržeb bude, tím lze docílit věrohodnějšího finančního plánu a prostřednictvím něj i samotného ohodnocení obchodního závodu.

Východiskem pro prognózu tržeb společnosti Agados je historická časová řada tržeb odvětví NACE 29.20. Tyto tržby jsou zaznamenány v tabulce včetně meziročního tempa růstu.

Tabulka 38: Tržby odvětví 2008 – 2016

[Zdroj: Vlastní zpracování dle: [56]]

Rok	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Tržby odvětví [v mil. Kč]	5 995	3 266	4 375	5 136	5 621	5 777	6 998	7 170	6 779
Meziroční růst		- 45,53 %	33,97 %	17,39 %	9,44 %	2,77 %	21,14 %	2,46 %	- 5,45 %
	4,52%								

V roce 2009 došlo k dramatickému poklesu tržeb v důsledku celosvětové krize. V dalším roce již dochází k růstu, tržby rostou až do roku 2016, kdy došlo k nepatrnému poklesu. Průměrný růst za sledované období je 4,52 %.

Tržby společnosti Agados jsou zaznamenány v následující tabulce. Jedná se o stejnou časovou řadu jako v případě tržeb příslušného odvětví.

Tabulka 39: Tržby Agados, spol. s r. o. 2008 – 2016

[Zdroj: Vlastní zpracování dle: [57]]

Rok	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Tržby za prodej zboží [v tis. Kč]	92 962	69 701	70 396	79 711	75 273	50 705	12 364	72	818
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb [v tis. Kč]	332 216	241 569	251 612	278 161	254 787	293 903	401 189	424 232	434 940
Meziroční růst Tržeb za prodej vlastních výrobků a služeb		-27,29%	4,16%	10,55%	-8,40%	15,35%	36,50%	5,74%	2,52%
	4,89%								

Je zřejmé, že společnost se zabývá jak prodejem zboží, tak prodejem vlastních výrobků a služeb. Nicméně vzhledem k výši jednotlivých položek lze vidět, že primární je pro společnost výrobní činnost. Pro účely prognózy jsou modelovány tržby za prodej vlastních výrobků a služeb. Co se vývoje těchto tržeb týče, opět je zřejmý důsledek celosvětové krize, který v roce 2009 i v případě společnosti Agados způsobil poměrně dramatický pokles tržeb. Tržby následně rostou, výjimkou je rok 2012. Průměrně za sledované období společnost docílila růstu 4,89 %.

Tržby je možné prognózovat například na základě statistických metod. Je zde provedena analýza časové řady a regresní analýza. V obou případech je vhodnost jednotlivých metod testována pomocí těchto trendových funkcí:

- lineární,
- exponenciální,
- kvadratické,
- kubické.

Analýza časových řad prostřednictvím jednotlivých trendových funkcí však vykazala poměrně malou vypovídající schopnost s výjimkou kubického trendu, který vykazoval index determinace až $R^2 = 0,84$. Nicméně jelikož se jedná o polynom třetího stupně,

prognózovaná data mohou výrazně oscilovat, proto se nejvíce jako vhodná vysvětlující funkce.

Pro účely regresní analýzy je nejprve nutné nalézt v tomto případě makroekonomický ukazatel vykazující vysokou míru závislosti na tržbách odvětví. Míra závislosti je měřena pomocí Pearsonova korelačního koeficientu. Jednotlivé makroekonomické ukazatele jsou zaznamenány v tabulce níže, v pravém sloupci je výsledný korelační koeficient.

Tabulka 40: Pearsonův korelační koeficient

[Zdroj: Vlastní zpracování dle: [56], [63]]

Pearsonův korelační koeficient	
Růst HDP v % [s. c.]	0,76463847
Inflace v %	-0,08906308
Zaměstnanost	0,89047823
Dlouhodobé úrokové sazby v %	-0,80080009
Míra nezaměstnanosti v %	-0,60831061
Růst HDP v % [b. c.]	0,90296485

Z tabulky je zřejmé, že nejvyšší závislost je prokázána s růstem HDP v % v běžných cenách. Nabízí se také možnost použít v rámci regresní analýzy více nezávislých proměnných, v tomto případě lze využít například vysoké míry závislosti na zaměstnanosti, dlouhodobých úrokových sazbách se závislostí nepřímou a již zmíněném růstu HDP v % v běžných cenách.

V tabulce níže jsou zaznamenány tržby odvětví dle jednotlivých trendů od roku 2017 do roku 2021 na základě prognózy růstu HDP v běžných cenách.

Tabulka 41: Prognóza trhu - regresní analýza 2017 – 2021

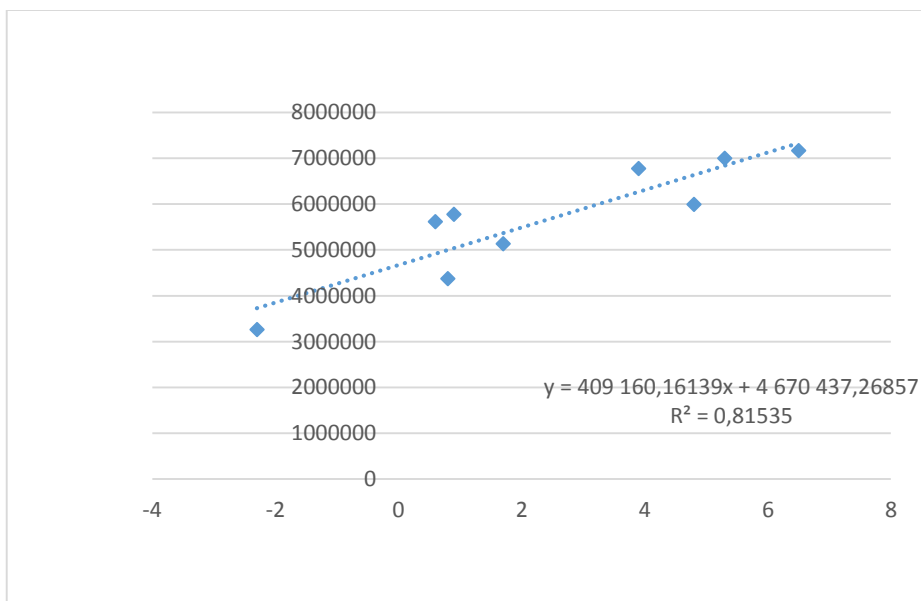
[Zdroj: Vlastní zpracování dle: [56], [63]]

Prognóza trhu - regresní analýza [tržby odvětví vs. růst HDP v % v b. c.]	2017	2018	2019	2020	2021
Lineární trend (teoretické hodnoty)	6 961 734	6 798 070	6 429 826	6 307 078	6 307 078
meziroční růst [%]	11%	-2%	-5%	-2%	0%
	0,28%				
Exponenciální trend (teoretické hodnoty)	7 123 457	6 899 115	6 419 839	6 267 597	6 267 597
meziroční růst [%]	15%	-3%	-7%	-2%	0%
	0,42%				

Kvadratický trend (teoretické hodnoty)	6 863 466	6 765 496	6 513 951	6 420 528	6 420 528
meziroční růst [%]	7%	-1%	-4%	-1%	0%
	0,17%				
Kubický trend (teoretické hodnoty)	6 839 521	6 700 717	6 407 918	6 313 670	6 313 670
meziroční růst [%]	9%	-2%	-4%	-1%	0%
	0,20%				

Lze si všimnout, že polynomy 2. a 3. stupně vykazují v prvních dvou letech tržby nižší než lineární a exponenciální funkce. V posledních dvou letech jsou tržby u těchto polynomů naopak vyšší než u funkcí předchozích. Průměrný růst za období je v obou případech nižší než u ostatních dvou funkcí. Ačkoli i v případě regresní analýzy nejvyšší index determinace vykázaly polynomy 2. a 3. stupně, tedy kvadratický a kubický trend, ani zde není vhodné některou z těchto funkcí využít pro samotnou prognózu tržeb, jelikož i zde je riziko, že se nejedná o monotónní funkci.

Lineární regresní analýza vykázala vysoký index determinace, a to $R^2 = 0,81535$. Model tedy vysvětluje více než 81 % dat a má nejnižší maximální odchylku. Na základě toho se jeví tento model jako vhodný pro prognózu tržeb odvětví a následně i tržeb samotného obchodního závodu. Doplnující tabulky a grafy je možné nalézt v příloze č. 3: Analýza a prognóza tržeb. Přímku regresní analýzy je možné vidět v grafickém znázornění níže.



Graf 1: Lineární trend regresní analýzy

[Zdroj: Vlastní zpracování dle: [56], [63]]

V grafickém znázornění je uvedena i rovnice, na základě níž byly prognózovány tržby odvětví. Přímka má rostoucí trend a všechny hodnoty se nacházejí relativně blízko přímky.

Byla provedena také regresní analýza s více nezávislými proměnnými. V modelu znázorňuje y tržby za odvětví a x pak růst HDP v % v b. c., zaměstnanost a úrokové sazby v %. Nejprve byla provedena regresní analýza pro všechny zmíněné proměnné. Dle P hodnoty byla zjišťována signifikace u jednotlivých proměnných. Byla stanovena hypotéza H₀, která říká, že parametr není signifikantní, a hypotéza H₁, která naopak říká, že parametr je signifikantní. Je uvažováno o hladině významnosti 5 %. V případě, že je hodnota P vyšší než 5 %, je přijímána hypotéza H₀, tedy, že parametr není signifikantní. Z provedené regresní analýzy bylo tedy nutné vyřadit zaměstnanost, neboť na hladině významnosti 5 - ti % se nejedná o signifikantní parametr. Bylo tak nutné provést regresní analýzu znovu, přitom nezávislými proměnnými tentokrát byly pouze růst HDP v % v b. c. a dlouhodobé úrokové sazby v %. Model tentokrát obsahuje pouze významné proměnné, neboť hodnota P je u dlouhodobých úrokových sazeb 0,0266 a u růstu HDP 0,0032. Jedná se tedy o hodnoty menší než 5 %. Spolehlivost modelu je dostačující, R = 0.9238. Finální model se tak jeví jako vhodný pro prognózu tržeb. Je však nutné provést na závěr test multikolinearity. V případě, že je model zatížen multikolinearitou, klesá jeho významnost a vypovídající schopnost modelu je výrazně snížena. V tomto případě je multikolinearita testována pomocí Farrarova-Glauberova testu. Nejprve je nutné opět stanovit hypotézy. Zde H₀: vysvětlující proměnné jsou nezávislé, H₁: vysvětlující proměnné jsou závislé. Prostřednictvím korelační matice pro dvě vysvětlující proměnné je vypočten determinant. Na základě testového kritéria a kritického oboru je zamítnuta hypotéza H₁ a přijata hypotéza H₀, tedy že vysvětlující proměnné jsou nezávislé [64].

Tabulka 42: Prognóza trhu - vícenásobná regresní analýza, lineární analýza

[Zdroj: Vlastní zpracování dle: [56], [63]]

Rok	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Skutečné hodnoty	5 995 168	3 265 801	4 375 317	5 136 120	5 621 039	5 776 654	6 998 018	7 169 966	6 779 208
Vícenásobná regrese - teoretické hodnoty	5 130 345	2 854 048	5 302 254	5 152 660	4 666 358	4 982 901	6 102 289	7 204 155	6 461 148

<i>Odchylka</i>	- 14,43 %	- 12,61 %	21,19 %	0,32 %	- 16,98 %	- 13,74 %	- 12,80 %	0,48 %	- 4,69 %
Linerání regrese - teoretické hodnoty	6 634 406	3 729 369	4 997 765	5 366 010	4 915 933	5 038 681	6 838 986	7 329 978	6 266 162
<i>Odchylka</i>	10,66 %	14,19 %	14,23 %	4,48 %	12,54 %	12,78 %	2,27 %	2,23 %	7,57 %

Nicméně ačkoli Farrarův-Glauberův test multikolinearity neprokázal, je zřejmé, že v modelu existuje závislost mezi vysvětlujícími proměnnými, která snižuje vypovídající schopnost modelu. Model tržby odvětví značně podhodnocuje. Proto výsledným modelem je regresní lineární analýza, která disponuje dostačujícím indexem determinace a současně nejnižší maximální odchylkou [64].

V tabulce níže jsou uvedeny tržby za výrobky a služby společnosti Agados a také tržby odvětví. Prostřednictvím indexu tržního podílu je stanoven průměrný index. Tento index je stanoven na základě aritmetického průměru.

Tabulka 43: Historická řada tržeb 2008 – 2016

[Zdroj: Vlastní zpracování dle: [56], [57]]

Rok	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Tržby za výrobky a služby [v tis. Kč]	332 216	241 569	251 612	278 161	254 787	293 903	401 189	424 232	434 940
Index		0,727 1	1,041 6	1,105 5	0,91 60	1,1535	1,365 0	1,057 4	1,0252
Tržby odvětví [v tis. Kč]	5 995 168	3 265 801	4 375 317	5 136 120	5 621 039	5 776 654	6 998 018	7 169 966	6 779 208
Index		0,544 7	1,339 7	1,173 9	1,09 44	1,0277	1,211 4	1,024 6	0,9455
Tržní podíl	5,54%	7,40%	5,75%	5,42%	4,53 %	5,09%	5,73%	5,92%	6,42%
Index		1,334 8	0,777 4	0,941 8	0,83 70	1,1224	1,126 8	1,032 1	1,0843
Průměr	1,0321								

Index tržního podílu pro prognózující roky je uvažován ve výši zjištěného průměrného indexu tržního podílu. Prognózované tržby za výrobky a služby jsou tedy odvozeny na základě tržeb odvětví stanovených prostřednictvím lineární regresní analýzy a indexu

růstu tržního podílu 1,0321. Tento předpokládaný růst tržního podílu je možné vyvozovat taktéž ze strategické analýzy v kapitole 3.

Tabulka 44: Prognóza tržeb 2017 – 2021

[Zdroj: Vlastní zpracování dle: [56], [57]]

Rok	2017	2018	2019	2020	2021
Tržby za výrobky a služby [v tis. Kč]	460 981	464 585	453 517	459 132	473 862
Index	1,0599	1,0078	0,9762	1,0124	1,0321
Tržby odvětví [v tis. Kč]	6 961 734	6 798 070	6 429 826	6 307 078	6 307 078
Index	1,0269	0,9765	0,9458	0,9809	1,0000
Tržní podíl	6,62%	6,83%	7,05%	7,28%	7,51%
Index	1,0321	1,0321	1,0321	1,0321	1,0321

Jak lze vidět v tabulce, v roce 2017 by mělo dojít k růstu tržeb, neboť i predikce HDP je pro tento rok poměrně optimistická. V následujícím roce tržby ještě nepatrně porostou, následně se v roce 2019 očekává mírný pokles. V roce 2020 tržby opět rostou.

7.2 Prognóza ziskové marže

Ziskovou marži lze prognózovat dvojím způsobem, jedná se o výpočet shora a výpočet zdola. Nejprve je uveden výpočet shora. V tabulce níže jsou zaznamenána historická data a na základě nich je odvozena zisková marže jako podíl korigovaného provozního zisku před odpisy na tržbách.

Tabulka 45: Ziskové marže shora 2012 – 2016

[Zdroj: Vlastní zpracování dle: [57]]

Ziskové marže shora	2012	2013	2014	2015	2016
Zisková marže [z KPVH před odpisy]	4,24%	5,95%	11,93%	12,33%	12,67%
Průměrné tempo růstu	9,42%				
KPVH před odpisy [v tis. Kč]	10 801	17 486	47 859	52 291	55 113

V roce 2012 je důsledkem recese KPVH velmi nízký oproti KPVH v následujících letech. První dva roky tedy poměrně významně snižují průměrnou ziskovou marži za dané období. V následujících letech došlo k výraznému zlepšení, přispěla k tomu spolupráce

s armádou a nové dodávky do sítí Baumax a Hornbach včetně dalších dodávek do zahraničí.

Tabulka 46: Zisková marže zdola

[Zdroj: Vlastní zpracování dle: [57]]

Zisková marže zdola	2012	2013	2014	2015	2016
Obchodní marže	4,71%	3,69%	1,82%	0,002%	0,01%
Tržby za vlastní výrobky a služby	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Změna stavu zásob	2,78%	-2,64%	-0,66%	-0,01%	0,93%
Aktivace	0,01%	0,01%	0,00%	0,01%	0,14%
Výkonová spotřeba	79,77%	73,56%	72,10%	70,64%	69,38%
Osobní náklady	22,60%	19,42%	15,73%	16,21%	17,29%
z toho Mzdové náklady	16,56%	14,19%	11,51%	11,88%	12,72%
Náklady na sociální zabezpečení	5,85%	5,03%	4,07%	4,18%	4,44%
Daně a poplatky	0,74%	0,68%	0,44%	0,38%	0,36%
Ostatní provozní položky	0,15%	1,47%	0,97%	0,43%	1,36%
Zisková marže z KVPH před odpisy	4,24%	5,95%	11,93%	12,33%	12,67%
Průměrné tempo růstu	50,30%				

Jak lze vidět v tabulce, podíl obchodní marže klesá. Dále je možné si všimnout, že podíl výkonové spotřeby je v roce 2012 výrazně vyšší než v letech následujících. Stejně tak podíl osobních nákladů na tržbách je také v roce 2012 vyšší. Podíl daní a poplatků na tržbách klesá. Z jednotlivých položek je zřejmá příčina toho, že marže v roce 2012 je za sledované období nejnižší. Ani v roce 2013 však nedošlo k výraznému růstu ziskové marže. Ten nastal až v roce 2014, kdy výrazně vzrostly tržby v důsledku nových zakázek. V tabulce níže je uveden výpočet prognózy ziskové marže zdola pro období 2017 až 2021.

Tabulka 47: Prognóza ziskové marže zdola

[Zdroj: Vlastní zpracování dle: [57]]

Zisková marže zdola	2017	2018	2019	2020	2021
Obchodní marže	0,004%	0,004%	0,004%	0,004%	0,004%
Tržby za vlastní výrobky a služby	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Změna stavu zásob	0,93%	0,93%	0,93%	0,93%	0,93%
Aktivace	0,14%	0,14%	0,14%	0,14%	0,14%
Výkonová spotřeba	69,38%	69,38%	69,38%	69,38%	69,38%
Osobní náklady	18,09%	18,09%	18,09%	18,09%	18,09%
z toho Mzdové náklady	13,25%	13,25%	13,25%	13,25%	13,25%
Náklady na sociální zabezpečení	4,67%	4,67%	4,67%	4,67%	4,67%

Daně a poplatky	0,36%	0,36%	0,36%	0,36%	0,36%
Ostatní provozní položky	0,66%	0,66%	0,66%	0,66%	0,66%
Zisková marže z KVPH před odpisy	12,58%	12,58%	12,58%	12,58%	12,58%
Průměrné tempo růstu	12,58%				

Podíl na tržbách jednotlivých položek, které vstupují do výpočtu pro ziskovou marži zdola, jsou prognózována pomocí geometrického průměru vývoje v období 2012 - 2016. Obchodní marže však představuje geometrický průměr pouze roku 2015 a 2016, neboť kdyby byly uvažovány i roky předcházející, podíl této marže by se zvýšil a neodpovídalo by to vývojovému trendu. Podíl Změny stavu zásob a aktivace na tržbách je uvažován konstantně ve výši posledního roku. Podíl výkonové spotřeby na tržbách má v čase snižující se tendenci, nicméně není uvažováno o dalších úsporách z rozsahu a tento podíl se tedy proto předpokládá ve výši podílu v roce 2016, tj. 69,38 %. Podíl daní a poplatků na tržbách se taktéž v čase snižuje, je tedy uvažován ve výši posledního známého roku, tj. 0,36 %. Pro období 2017 - 2021 činí zisková marže vypočtená způsobem zdola 12,58 %. Tato marže je mírně vyšší, než v případě výpočtu této marže shora, neboť průměr výrazně snižují první dva roky sledovaného období. Dále je uvažována hodnota této marže na konstantní úrovni 12,58 %.

7.3 Investice do pracovního kapitálu a dlouhodobého majetku

V této kapitole jsou analyzovány a prognózovány investice do pracovního kapitálu a taktéž do dlouhodobého majetku provozně nutného. V případě dlouhodobého majetku se jedná o nehmotný majetek, stavby a samostatné movité věci. Pozemky a Dlouhodobý finanční majetek se neodepisuje, proto se tyto položky uvažují jako konstantní ve výši roku 2016.

7.3.1 Investice do pracovního kapitálu

Pro prognózu pracovního kapitálu je opět nejprve nutné analyzovat historická data z období 2012 – 2016. Za jednotlivé roky je vypočtena k jednotlivým položkám doba obratu ve dnech. Doba obratu zásob, pohledávek a krátkodobých závazků je zaznamenána v tabulce níže.

Tabulka 48: Doba obratu ve dnech [vztaženo k tržbám]

[Zdroj: Vlastní zpracování dle: [57]]

Doba obratu ve dnech [vztaženo k tržbám]	2012	2013	2014	2015	2016
Zásoby	68,91	53,29	38,86	38,45	39,46
Pohledávky	94,87	83,87	65,01	80,08	73,19
Krátkodobé závazky	83,68	80,29	56,48	57,71	51,34

Doba obratu zásob se pohybuje v rozmezí 69 – 38 dnů a v čase dochází spíše ke snižování. Doba obratu pohledávek je vždy vyšší než doba obratu krátkodobých závazků. Pohybuje se v rozmezí 65 – 95 dnů. V tabulce níže je uvedena prognózovaná doba obratu pro tyto položky na období 2017 – 2021.

Tabulka 49: Doba obratu ve dnech [vztaženo k tržbám]

[Zdroj: Vlastní zpracování dle: [57]]

Doba obratu ve dnech [vztaženo k tržbám]	2017	2018	2019	2020	2021
Zásoby	42,10	42,10	42,10	42,10	42,10
Pohledávky (celkem)	75,19	75,19	75,19	75,19	75,19
Krátkodobé závazky	60,54	60,54	60,54	60,54	60,54

Doba obratu ve dnech jednotlivých položek je stanovena jako geometrický průměr časové řady jednotlivých položek v letech 2013 – 2016. Rok 2012 není zahrnut do průměru pro výpočet doby obratu pro budoucí období, neboť v tomto roce byla doba obratu jednotlivých položek výrazně vyšší než v následujících letech. Jak bylo zjištěno v rámci finanční analýzy v kapitole 4, v roce 2014 dochází k získání nového významného zákazníka. Dobrá platební morálka má tak vliv na celkovou dobu obratu. Doba obratu zásob se tedy uvažuje konstantně na 42,10 dnech. Pohledávky pak na 75,19 dnech, přičemž doba obratu pohledávek je vyšší než doba obratu krátkodobých závazků, což odpovídá předchozímu vývoji. Doba obratu krátkodobých závazků je uvažována na 60,54 dnech.

V tabulce níže je uveden výpočet upraveného pracovního kapitálu pro období 2017 – 2021. Výše jednotlivých položek je stanovena jako součin doby obratu a denních tržeb, tj. tržby/365. Peněžní prostředky provozně nutné jsou stanoveny jako součin provozně nutné likvidity a krátkodobých závazků. Provozně nutná likvidita byla stanovena na základě odvětví na 0,20. Položka Ostatní aktiva a Ostatní pasiva jsou předpokládána ve

stejně výši jako v roce 2016. Upravený pracovní kapitál představuje rozdíl aktivních a pasivních položek v tabulce. Na rozdíl od standardního výpočtu pracovního kapitálu se v tomto případě odečítají od oběžných aktiv pouze závazky explicitně néuročené. Je tedy třeba z bilanční sumy odstranit ty zdroje financování, na které není možné přímo stanovit náklady při volbě diskontní míry. Koeficient náročnosti růstu tržeb je zjištěn jako podíl přírůstku Upraveného pracovního kapitálu a tržeb za příslušné období a představuje 10,60 %. Jedná se zhruba o stejnou výši koeficientu náročnosti růstu tržeb na růst pracovní kapitál jako v přechozích letech [2].

Tabulka 50: Upravený pracovní kapitál [tis. Kč]

[Zdroj: Vlastní zpracování dle: [57]]

Upravený pracovní kapitál [tis. Kč]	2017	2018	2019	2020	2021
Zásoby	53 174	53 589	52 313	52 960	54 660
Pohledávky	94 956	95 699	93 419	94 576	97 610
Peněžní prostředky provozně nutné	15 292	15 412	15 044	15 231	15 719
Ostatní aktiva (časové rozlišení aktivní)	0	0	0	0	0
Krátkodobé závazky	76 460	77 058	75 222	76 154	78 597
Ostatní pasiva (časové rozlišení pasivní)	952	952	952	952	952
Upravený pracovní kapitál	86 010	86 690	84 602	85 661	88 440
Roční tempo růstu	2,01%	0,79%	-2,41%	1,25%	3,24%
Koeficient náročnosti růstu tržeb na růst pracovní kapitál	10,60%				

7.3.2 Investice do dlouhodobého majetku

Investiční náročnost dlouhodobého majetku je samostatně prognózována za majetek nehmotný, stavby a samostatné movité věci. Pro výpočet této investiční náročnosti je použit globální přístup.

Na základě historického vývoje nehmotného majetku, staveb a samostatných movitých věcí byly stanoveny jednotlivé koeficienty investiční náročnosti. Pro jejich stanovení bylo však nutné zohlednit vývoj za delší časové období, aby byly zachyceny cykly jednotlivých druhů majetku, neboť například v případě staveb se jedná o majetek s dlouhou dobou životnosti a investice do tohoto majetku jsou prováděny za delší časové období.

Tabulka 51: Odhad investic netto pro růst tržeb v letech 2017 – 2021

[Zdroj: Vlastní zpracování dle: [57]]

Majetek	Koeficient náročnosti	Odhad investic netto pro růst tržeb v letech 2017 – 2021 [v tis. Kč]
Nehmotný majetek	0,19%	72
Stavby	25,25%	9 826
Samostatné movité věci	12,07%	4 698
Celkem	37,50%	14 597

Jak lze vidět v tabulce, největší investiční náročnost představují stavby, a to 25,25 %. Nejnížší investiční náročnost představují investice na nehmotný majetek. Jednotlivé investice jsou získány jako součin příslušného koeficientu náročnosti a přírůstkem tržeb za dané období. Celkové investice do dlouhodobého majetku na období 2017 – 2021 jsou odhadnuty na 14 597 tis. Kč.

V tabulce níže je uvedena investiční náročnost růstu tržeb na nehmotný majetek pro jednotlivé prognózované roky. Celková výše odhadnutých investic do nehmotného majetku je v jednotlivých letech rovnoměrně rozložena.

Tabulka 52: Investiční náročnost růstu tržeb - nehmotný majetek

[Zdroj: Vlastní zpracování dle: [57]]

Nehmotný majetek [v tis. Kč]	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Původní - odpisy	132	132	132	132	132	132
- zůstatková hodnota	820	688	555	423	291	158
Nový - investice netto		14	14	14	14	14
- investice brutto		147	184	229	287	358
- pořizovací hodnota k 31. 12.		147	330	560	847	1 205
- odpisy (1/4 z pořizovací hodnoty k 1.1.)		0	37	83	140	212
Celkem - odpisy		132	169	215	272	344
- zůstatková hodnota	820	834	849	863	878	892

V tabulce níže je zaznamenána analogicky investiční náročnost růstu tržeb v případě staveb.

Tabulka 53: Investiční náročnost růstu tržeb – stavby

[Zdroj: Vlastní zpracování dle: [57]]

Stavby [v tis. Kč]	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Původní - odpisy	9 180	9 180	9 180	9 180	9 180	9 180
- zůstatková hodnota	78 166	68 986	59 806	50 626	41 446	32 266
Nový - investice netto		1 965	1 965	1 965	1 965	1 965
- investice brutto		11 145	11 517	11 901	12 297	12 707
- pořizovací hodnota k 31. 12.		11 145	22 662	34 563	46 860	59 568
- odpisy (1/30 z pořizovací hodnoty k 1.1.)		0	372	755	1 152	1 562
Celkem - odpisy		9 180	9 552	9 935	10 332	10 742
- zůstatková hodnota	78 166	80 131	82 096	84 062	86 027	87 992

V tabulce níže je zaznamenána investiční náročnost růstu tržeb na samostatné movité věci.

Tabulka 54: Investiční náročnost růstu tržeb - samostatné movité věci

[Zdroj: Vlastní zpracování dle: [57]]

Samostatné movité věci [v tis. Kč]	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Původní - odpisy	1 132	1 132	1 132	1 132	1 132	1 132
- zůstatková hodnota	35 561	34 429	33 298	32 166	31 035	29 903
Nový - investice netto		940	940	940	940	940
- investice brutto		2 071	2 416	2 819	3 289	3 837
- pořizovací hodnota k 31. 12.		2 071	4 488	7 307	10 596	14 433
- odpisy (1/6 z pořizovací hodnoty k 1.1.)		0	345	748	1 218	1 766
Celkem - odpisy		1 132	1 477	1 880	2 349	2 898
- zůstatková hodnota	35 561	36 501	37 440	38 380	39 320	40 259

Vzhledem k tomu, že se pozemky neodepisují, pro budoucí období jsou prognózovány konstantně ve výši zůstatkové hodnoty v roce 2016.

Tabulka 55: Investiční náročnost růstu tržeb – pozemky

[Zdroj: Vlastní zpracování dle: [57]]

Pozemky [v tis. Kč]	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Zůstatková hodnota	11 120	11 120	11 120	11 120	11 120	11 120

Analogicky pak i Dlouhodobý finanční majetek.

Tabulka 56: Investiční náročnost růstu tržeb – dlouhodobý finanční majetek

[Zdroj: Vlastní zpracování dle: [57]]

Dlouhodobý finanční majetek [v tis. Kč]	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Zůstatková hodnota	2 447	2 447	2 447	2 447	2 447	2 447

8 PŘEDBĚŽNÉ OHODNOCENÍ POMOCÍ GENERÁTORŮ HODNOTY

Na základně prognózy jednotlivých generátorů hodnoty je možné provést předběžné ohodnocení obchodního závodu.

V tabulce níže je zaznamenána zisková marže po dani. Zisková marže po odpisech představuje rozdíl ziskové marže před odpisy a podílu odpisů na tržbách. Zisková marže po dani je součinem ziskové marže po odpisech a efektivní sazby daně.

Tabulka 57: Zisková marže po dani

[Zdroj: Vlastní zpracování dle: [57]]

Položka	2017	2018	2019	2020	2021
Zisková marže před odpisy	12,58%	12,58%	12,58%	12,58%	12,58%
Podíl odpisů na tržbách	2,27%	2,41%	2,65%	2,82%	2,95%
Zisková marže po odpisech	10,31%	10,17%	9,93%	9,76%	9,63%
Zisková marže po dani	8,24%	8,12%	7,93%	7,79%	7,69%

Průměrná hodnota ziskové marže po dani za období 2017 – 2021 je 7,95 %. Průměrná náročnost růstu tržeb na investice netto do dlouhodobého majetku je 37,5 % a průměrná náročnost růstu tržeb na investice netto do pracovního kapitálu je 10,60 %. Přitom průměrná náročnost růstu tržeb na investice netto do dlouhodobého majetku představuje poměr přírůstku zůstatkové hodnoty za příslušné období a přírůstku tržeb. Výše investiční náročnosti se může zdát poměrně vysoká, nicméně Mařík ve své podpoře k publikaci z roku 2003 uvádí dokonce investiční náročnost do DM odvětví Výroba motorových vozidel (kromě motocyklů), přívěsů a návěsů dokonce 40,7 %. Kalkulovaná úroková míra je v této fázi pouze odhadnuta na základě MPO, které uvádí sazbu pro náklady vlastního kapitálu odvětví CZ - NACE 29. Průměrné náklady vlastního kapitálu za období 2012 - 2016 jsou 8,68 %. Je také uvažováno o nákladech cizího kapitálu v odhadované výši 1,8 %. Diskontní sazba, resp. kalkulovaná úroková míra, je tak odhadnuta na 10,67 % [61], [62].

Tabulka 58: Předběžné ohodnocení – hodnota obchodního závodu brutto

[Zdroj: Vlastní zpracování dle: [57], [61]]

Generátor hodnoty	Označení	
Tempo růstu tržeb	g	1,58%
Zisková marže po odpisech a po dani	r _{ZM}	7,95%
Náročnost růstu tržeb na:		
- růst pracovního kapitálu	k _{ČPK}	10,60%
- růst dlouhodobého majetku	k _{DM}	37,50%
- investice netto celkem		48,10%
Kalkulovaná úroková míra	i	10,67%
Hodnota obchodního závodu brutto (=H) [v tis. Kč]		350 312

Brutto hodnota obchodního závodu dle předběžného ohodnocení činí zhruba 350 312 tis. Kč. V tabulce níže je zaznamenána analýza citlivosti ziskové marže při změně o 10 %, 20 % a nakonec o 30 %. Ostatní generátory hodnoty jsou považovány za neměnné.

Tabulka 59: Analýza citlivosti - faktor zisková marže

[Zdroj: Vlastní zpracování dle: [57], [61]]

Analýza citlivosti - faktor zisková marže	ZM původní	ZM + 10%	ZM + 20%	ZM + 30%
Zisková marže po odpisech a po dani	7,95%	8,75%	9,54%	10,34%
Hodnota obchodního závodu brutto (=H)	350 312	388 982	427 651	466 321
Změna hodnoty obchodního závodu o [%]	0,00%	11,04%	22,08%	33,12%

Z tabulky vyplývá, že při změně ziskové marže o 10 %, 20 % a následně i 30 % nedochází k výrazné nadproporcionální změně hodnoty obchodního závodu. Nýbrž změna ziskové marže o 10 % vede ke změně brutto hodnoty obchodního závodu zhruba také ve výši 10 %. Obdobně je tomu při analýze citlivosti diskontní míry, která je zaznamenána v následující tabulce.

Tabulka 60: Analýza citlivosti - faktor diskontní míra

[Zdroj: Vlastní zpracování dle: [57], [61]]

Analýza citlivosti - faktor diskontní míra	WACC původní	WACC + 10%	WACC + 20%	WACC + 30%
WACC	11%	11,73%	12,91%	14,20%
Hodnota obchodního závodu brutto (=H)	350 312	313 509	281 032	252 284
Změna hodnoty obchodního závodu o [%]	0,00%	-10,51%	-19,78%	-27,98%

V případě, že dojde ke změně diskontní sazby o 10 %, 20 % a následně 30 %, hodnota obchodního závodu se zmenšuje obdobně, tedy zhruba o 10 %, 20 % a 30 %. Zde dochází k mírně podproporcionálnímu vývoji.

Vzhledem k tomu, že změna hodnoty obchodního závodu není ani v jednom případě výrazně nadproporcionální či naopak výrazně podproporcionální, nejedná se o rizikové faktory.

9 NÁVRH FINANČNÍHO PLÁNU

V rámci finančního plánu je nutné provést plán výkazu zisku a ztráty, plán rozvahy a plán přehledu o peněžních tocích. Jednotlivé výkazy jsou plánovány samostatně v následujících kapitolách.

9.1 Plánovaný výkaz zisku a ztráty

V rámci finančního plánu je nejprve plánovaný výkaz zisku a ztráty. Nejdříve jsou plánované náklady a výnosy spojené s provozním majetkem z hlavní činnosti. Jednotlivé položky jsou převzaty z generátorů hodnoty.

Tabulka 61: Plánovaný výkaz zisku a ztráty – KPVH

[Zdroj: Vlastní zpracování dle: [57]]

Položka [v tis. Kč]	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Obchodní marže	40	20	21	20	20	21
Výkony	439 583	465 902	469 545	458 359	464 033	478 921
Tržby za vlastní výrobky a služby	434 940	460 981	464 585	453 517	459 132	473 862
Výkonová spotřeba	301 780	319 848	322 349	314 670	318 565	328 786
Přidaná hodnota	137 843	146 074	147 216	143 709	145 488	150 156
Osobní náklady	75 222	83 373	84 025	82 023	83 039	85 703
Daně a poplatky	1 586	1 681	1 694	1 654	1 674	1 728
Odpisy	13 793	10 444	11 197	12 030	12 954	13 984
Ostatní provozní položky [změna rezerv]	5 922	3 032	3 056	2 983	3 020	3 117
KPVH	41 320	47 544	47 244	45 019	44 801	45 624

Samostatně jsou plánované nákladové úroky, které jsou zaznamenány v tabulce níže. Průměrná úroková sazba je 1,83 %. Tato sazba je převzata z kapitoly 10.1.

Tabulka 62: Plánovaný výkaz zisku a ztráty - nákladové úroky

[Zdroj: Vlastní zpracování dle: [57]]

Položka [v tis. Kč]	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Nákladové úroky	1 233	1 245	1 245	1 245	1 245	1 245

Je nutné naplánovat i náklady a výnosy spojené s neprovozním majetkem, v tomto případě se jedná o výnosové úroky, které jsou zaznamenány v následující tabulce. Je zde uvažováno úročení 0,25 % p. a.

Tabulka 63: Plánovaný výkaz zisku a ztráty - VH z neprovozního majetku

[Zdroj: Vlastní zpracování dle: [57]]

Položka [v tis. Kč]	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Výnosy z dlouhodobého finančního majetku	0	0	0	0	0	0
Výnosové úroky	0	31	106	177	248	313
Výsledek hospodaření z neprovozního majetku	0	31	106	177	248	313

Na závěr je v tabulce níže uveden výsledek hospodaření za účetní období očištěný od daně, která je uvažována jako efektivní sazba daně a převzata z generátorů hodnot. Celkový výsledek hospodaření před daní představuje KPVH ponížený o nákladové úroky a navýšení o výnosové úroky.

Tabulka 64: Plánovaný výkaz zisku a ztráty - VH za účetní období po dani

[Zdroj: Vlastní zpracování dle: [57]]

Položka [v tis. Kč]	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Celkový výsledek hospodaření před daní	44 576	46 329	46 104	43 950	43 804	44 692
Daň	8 975	9 328	9 283	8 849	8 820	8 998
Výsledek hospodaření za účetní období po dani	35 601	37 001	36 822	35 101	34 985	35 694

9.2 Plánovaná rozvaha

Nyní je možné přistoupit k plánování rozvahy, nejprve je uvedena tabulka se stranou aktiv. Položky dlouhodobého majetku jsou převzaty z generátorů hodnoty, stejně tak je tomu u oběžných aktiv. Krátkodobý finanční majetek je převzat z plánu přehledu o peněžních tocích.

Tabulka 65: Plánovaná rozvaha – aktiva

[Zdroj: Vlastní zpracování dle: [57]]

A K T I V A [v tis. Kč]	2016	2017	2018	2019	2020	2021
AKTIVA CELKEM	275 101	322 205	354 441	382 523	413 255	446 209
Dlouhodobý majetek	128 661	131 580	134 500	137 419	140 339	143 258
Dlouhodobý nehmotný majetek	820	834	849	863	878	892
Dlouhodobý hmotný majetek	124 950	127 855	130 760	133 665	136 570	139 475
<i>Pozemky</i>	11 120	11 120	11 120	11 120	11 120	11 120
<i>Stavby</i>	78 166	80 131	82 096	84 062	86 027	87 992

<i>Samostatné movité věci</i>	35 561	36 501	37 440	38 380	39 320	40 259
<i>Jiný dlouhodobý hmotný majetek</i>	0	0	0	0	0	0
<i>Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek</i>	103	103	103	103	103	103
<i>Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek</i>	0	0	0	0	0	0
Dlouhodobý finanční majetek	2 891	2 891	2 891	2 891	2 891	2 891
<i>a) Provozně potřebný</i>	2 447	2 447	2 447	2 447	2 447	2 447
<i>b) Provozně nepotřebný</i>	444	444	444	444	444	444
Oběžná aktiva	146 440	190 625	219 942	245 104	272 917	302 951
Zásoby	47 020	53 174	53 589	52 313	52 960	54 660
Pohledávky	87 217	94 956	95 699	93 419	94 576	97 610
Krátkodobý finanční majetek (peníze + účty)	12 203	42 495	70 653	99 372	125 381	150 681
<i>a) Provozně potřebné</i>	12 203	15 292	15 412	15 044	15 231	15 719
<i>b) Provozně nepotřebné</i>	0	27 203	55 242	84 327	110 150	134 962
Časové rozlišení	0	0	0	0	0	0

Dále je v tabulce níže uvedena plánovaná strana pasiv. Výsledek hospodaření je převzat z plánovaného výkazu zisku a ztrát. Není uvažováno o zvyšování základního kapitálu. Taktéž fondy ze zisku zůstávají v konstantní výši 1 000 tis. Kč. Výsledek hospodaření minulých let se každoročně navyšuje o výsledek hospodaření běžného účetního období předchozího roku sníženého o předpokládanou výši výplaty dividend. Rezervy a dlouhodobé závazky kromě dlouhodobých úvěrů nejsou uvažovány, neboť tyto položky nebyly tvořeny ani v předchozích letech. Krátkodobé závazky jsou převzaty z generátorů hodnoty. Dlouhodobé i krátkodobé bankovní úvěry jsou uvažovány ve výši z roku 2016. Taktéž je tomu u časového rozlišení.

Tabulka 66: Plánovaná rozvaha - pasiva

[Zdroj: Vlastní zpracování dle: [57]]

P A S I V A [V TIS. KČ]	2016	2017	2018	2019	2020	2021
PASIVA CELKEM	275 101	322 205	354 441	382 523	413 255	446 209
Vlastní kapitál	144 885	176 702	208 340	238 258	268 059	298 569
Základní kapitál	5 000	5 000	5 000	5 000	5 000	5 000
Kapitálové fondy	0	0	0	0	0	0
Fondy ze zisku	1 000	1 000	1 000	1 000	1 000	1 000
Výsledek hospodaření minulých let	103 284	133 701	165 519	197 157	227 074	256 875
Výsledek hospodaření běžného úč. období (+/-)	35 601	37 001	36 822	35 101	34 985	35 694

Cizí zdroje	129 264	144 551	145 149	143 313	144 245	146 688
Rezervy	0	0	0	0	0	0
Dlouhodobé závazky	0	0	0	0	0	0
Krátkodobé závazky	61 173	76 460	77 058	75 222	76 154	78 597
Bankovní úvěry a výpomoci	68 091	68 091	68 091	68 091	68 091	68 091
<i>Bankovní úvěry dlouhodobé</i>	41 931	41 931	41 931	41 931	41 931	41 931
<i>Krátkodobé bankovní úvěry</i>	26 160	26 160	26 160	26 160	26 160	26 160
Časové rozlišení	952	952	952	952	952	952

9.3 Plánovaný přehled o peněžních tocích

Na závěr finančního plánu je sestaven plán přehledu o peněžních tocích. V následující tabulce je nejprve zaznamenán peněžní tok z provozní činnosti. KPVH je zde převzat z plánovaného výkazu zisku a ztráty, následně je tento KPVH ponížen o daň, která je uvažována v plánované výši efektivní sazby daně. Úpravy o nepeněžní operace představují součet odpisů dlouhodobého majetku provozně nutného a změny zůstatků rezerv. Úpravy oběžných aktiv provozně nutných představují součet změny stavu pohledávek, krátkodobých závazků a zásob, které byly převzaty opět z generátorů hodnoty. Peněžní tok z provozní činnosti celkem pak představuje KPVH po dani navýšený o úpravy o nepeněžní operace a o úpravy oběžných aktiv.

Tabulka 67: Plánovaný přehled o peněžních tocích - provozní činnost

[Zdroj: Vlastní zpracování dle: [57]]

PENĚŽNÍ TOK Z PROVOZNÍ ČINNOSTI [V TIS. KČ]	2016	2017	2018	2019	2020	2021
KPVH	41 320	47 544	47 244	45 019	44 801	45 624
Daň připadající na KPVH	8 319	9 572	9 512	9 064	9 020	9 186
KPVH po dani	33 001	37 971	37 731	35 955	35 781	36 438
Úpravy o nepeněžní operace (=Σ)	16 286	10 444	11 197	12 030	12 954	13 984
<i>Odpisy dlouhodobého majetku (provozně nutného)</i>	13 793	10 444	11 197	12 030	12 954	13 984
<i>Změna zůstatků rezerv</i>	2 493	0	0	0	0	0
Úpravy oběžných aktiv (provozně nutných) (=Σ)	-2 372	1 394	-560	1 721	-873	-2 290
<i>Změna stavu pohledávek</i>	5 858	-7 739	-743	2 280	-1 157	-3 034
<i>Změna stavu krátkodobých závazků</i>	-5 904	15 287	598	-1 836	931	2 443
<i>Změna stavu zásob</i>	-2 326	-6 154	-416	1 277	-648	-1 699
Peněžní tok z provozní činnosti celkem	46 915	49 809	48 368	49 705	47 862	48 132

V následující tabulce je uveden peněžní tok z investiční činnosti. Jedná se o zápornou hodnotu celkových investic brutto do dlouhodobého majetku.

Tabulka 68: Plánovaný přehled o peněžních tocích - investiční činnost

[Zdroj: Vlastní zpracování dle: [57]]

PENĚŽNÍ TOK Z INVESTIČNÍ ČINNOSTI [V TIS. KČ]	2017	2018	2019	2020	2021
<i>Nabytí dlouhodobého majetku (provozně nutného)</i>	-13 363	-14 117	-14 949	-15 873	-16 903
Peněžní tok z investiční činnosti celkem	-13 363	-14 117	-14 949	-15 873	-16 903

Peněžní tok z provozní činnosti v součtu s peněžním tokem z investiční činnosti je uveden v tabulce níže.

Tabulka 69: Plánovaný přehled o peněžních tocích - peněžní tok z provozního majetku celkem

[Zdroj: Vlastní zpracování dle: [57]]

	2017	2018	2019	2020	2021
PENĚŽNÍ TOK Z PROVOZNÍHO MAJETKU CELKEM	36 446	34 252	34 756	31 988	31 229

I v plánovaném přehledu o peněžních tocích jsou uvažovány nákladové úroky. Průměrná úroková sazba činí opět 1,83 %.

Tabulka 70: Plánovaný přehled o peněžních tocích - nákladové úroky

[Zdroj: Vlastní zpracování dle: [57]]

Položka [v tis. Kč]	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Nákladové úroky	1 233	1 245	1 245	1 245	1 245	1 245

Následující tabulka znázorňuje peněžní tok z neprovozního majetku. Příjmy z neprovozního majetku představují výnosové úroky a difference v platbě daně oproti dani z KPVH. Tato difference v dani zahrnuje daň z výnosů z neprovozního majetku a taktéž daňovou úsporu z nákladových úroků. Peněžní tok z neprovozního majetku celkem představuje součet příjmů z neprovozního majetku a nabytí neprovozního majetku.

Tabulka 71: Plánovaný přehled o peněžních tocích - neprovozní majetek

[Zdroj: Vlastní zpracování dle: [57]]

PENĚŽNÍ TOK Z NEPROVOZNÍHO MAJETKU [V TIS. KČ]	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Příjmy z neprovozního majetku	-656	275	336	392	449	501
<i>Výnosy z dlouhodobého finančního majetku</i>	0	0	0	0	0	0
<i>Výnosové úroky</i>	0	31	106	177	248	313
<i>Diference v platbě daně oproti dani z KPVH *)</i>	-656	245	229	215	201	188
Nabytí neprovozního majetku	0	0	0	0	0	0
<i>Nabytí dlouhodobého finančního majetku</i>	0	0	0	0	0	0
Prodej neprovozního majetku	1	0	0	0	0	0
<i>Snížení dlouhodobého fin. majetku</i>	1	0	0	0	0	0
PENĚŽNÍ TOK Z NEPROVOZNÍHO MAJETKU CELKEM	-655	275	336	392	449	501

V následující tabulce je zaznamenán peněžní tok z finanční činnosti. V období 2017 – 2021 se neuvažuje o změně stavu dlouhodobých závazků ani o upsání cenných papírů a účastí. Nicméně je uvažováno o výplatě dividend v průměrné výši výplaty dividend za přechozích 5 let. Peněžní tok z finanční činnosti tedy představuje součet změny stavu dlouhodobých závazků a zvýšení a snížení VK z vybraných operací.

Tabulka 72: Plánovaný přehled o peněžních tocích - finanční činnost

[Zdroj: Vlastní zpracování dle: [57]]

PENĚŽNÍ TOK Z FINANČNÍ ČINNOSTI [V TIS. KČ]	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Změna stavu dlouhodobých závazků	681	0	0	0	0	0
<i>Změna dlouhodobých bankovních úvěrů</i>	-6 266	0	0	0	0	0
<i>Změna stavu krátkodobých bankovních úvěrů</i>	6 947	0	0	0	0	0
Zvýšení a snížení VK z vybraných operací	-3 000	-5 184	-5 184	-5 184	-5 184	-5 184
<i>Upsání cenných papírů a účastí (zvýš. zákl. kap.)</i>	0	0	0	0	0	0
<i>Výplata dividend a podílů ze zisku</i>	-3 000	-5 184	-5 184	-5 184	-5 184	-5 184
PENĚŽNÍ TOK Z FINANČNÍ ČINNOSTI CELKEM	-2 319	-5 184	-5 184	-5 184	-5 184	-5 184

Peněžní tok celkem v následující tabulce představuje součet stavu peněžních prostředků na konci období a jednotlivých peněžních toků za období.

Tabulka 73. Plánovaný přehled o peněžních tocích - peněžní tok celkem

[Zdroj: Vlastní zpracování dle: [57]]

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
PENĚŽNÍ TOK CELKEM [V TIS. KČ]		30 292	28 158	28 719	26 009	25 301
Stav peněžních prostředků na konci období	12 203	42 495	70 653	99 372	125 381	150 681

10 NÁVRH NÁKLADŮ KAPITÁLU

Pro ohodnocení obchodního závodu je nutné znát náklady kapitálu, a to jak vlastního, tak i cizího. Nejprve jsou zde vyčísleny náklady na cizí kapitál a následně náklady na kapitál vlastní dle modelu CAPM.

10.1 Náklady na cizí kapitál

Náklady na cizí kapitál jsou ve výši průměrné úrokové sazby, která byla spočtena jako podíl nákladových úroků roku 2016 na celkových úvěrech roku 2015. Výše jednotlivých položek potřebných pro výpočet průměrné úrokové sazby jsou zaznamenány v tabulce níže.

Tabulka 74: Náklady na cizí kapitál

[Zdroj: Vlastní zpracování dle: [57]]

NÁKLADY NA CIZÍ KAPITÁL	2015	2016
Bankovní úvěry dlouhodobé	48 197	41 931
Krátkodobé bankovní úvěry	19 213	26 160
Úvěry celkem	67 410	68 091
Nákladové úroky	1 410	1 233
Průměrná úroková sazba	1,83%	

Průměrná úroková sazba činí 1,83 % p. a.

10.2 Náklady na vlastní kapitál

V případě vyčíslení nákladů na vlastní kapitál je použit model CAPM, který je blíže popsán v kapitole 1.11.5 Průměrné vážené náklady kapitálu (WACC). Protože existují velké rozdíly mezi českým kapitálovým trhem a americkým kapitálovým trhem, je v tomto případě využito modifikované verze prof. Damodarana. Tato rovnice má následující tvar:

$$n_{VK} = r_{f(USA)} + \beta * RPT_{USA} + RPZ,$$

kde:

n_{VK} - odhad nákladů vlastního kapitálu,

$r_{f(USA)}$ - aktuální výnosnost dlouhodobých vládních dluhopisů USA (zde aktuální výnosnost 10-ti letých vládních dluhopisů USA),

β – zadlužená beta,

RPT_{USA} - riziková prémie kapitálové trhu,

RPZ – riziková prémie země [66].

Jednotlivé proměnné tohoto modelu jsou zaznamenány v tabulce.

Tabulka 75: Náklady na vlastní kapitál

[Zdroj: Vlastní zpracování dle: [16], [57], [63], [65], [66], [67]]

NÁKLADY NA VLASTNÍ KAPITÁL	
<i>Konkrétní aplikace Damodaranovy modifikace modelu CAPM</i>	
rf (aktuální výnosnost 10letých vládních dluhopisů USA)	2,84%
Beta nezadlužené pro "Auto & Truck" (Evropa)	0,90
Riziková prémie kap. trhu USA (geom. průměr 1928-2017)	4,77%
Rating České republiky	A1
Riziko selhání země (prémie USA dluhopisů A1 oproti AAA)	0,72%
Odhad poměru rizikové premie u akcií oproti dluhopisům	1,12
Riziková prémie země	0,81%
Riziková prémie země opravená o rozdíl v inflaci (USA January = 2,1%, ČR January = 2,4%)	1,11%
Riziková přírážka za menší likviditu vlastnických podílů a velikost - odhad	3,00%
Poměr cizího a vlastního kapitálu společnosti Agados	89,22%
Daňová sazba	20,13%
Beta zadlužené	1,07
Náklady vlastního kapitálu	12,77%

Sazby z první části tabulky jsou zjištěny z webu treasury.gov – aktuální výnosnost 10-ti letých vládních dluhopisů USA; a z Damodaran online. Aktuální výnosnost těchto dluhopisů je stanovena jako průměr za jeden měsíc [67]. Beta nezadlužená je čerpána z webu Damodaran online a představuje koeficient pro evropský trh pro odvětví Auto &

Truck. Riziko selhání země a odhad poměru rizikové premie u akcií oproti dluhopisům je také zjištěn z webu Damodaran online [66]. Riziková premie země představuje součin rizika selhání země a odhadu poměru volatilit kurzu akcií a dluhopisům. Na závěr je tato sazba upravena o rozdíl v inflaci USA a ČR [63], [65]. Je zde uvažována i riziková přírážka za menší likviditu vlastnických podílů a za velikost. Výše těchto přírážek je stanovena odhadem s vazbou na knižní podporu Maříkové a Maříka v publikaci Diskontní míra pro výnosové oceňování podniku. Přírážka za likviditu je zde uvažována proto, neboť se nejedná o akciovou obchodní společnost s obchodovatelnými cennými papíry, a proto není vždy možné podíl pružně prodat. Výše této přírážky je stanovena jako 1,2 %. Další přírážkou je přírážka za velikost. Jednotlivé proměnné v modelu CAPM jsou odvozovány z amerického trhu. Ve srovnání s americkým trhem je možné společnost považovat za menší, proto je zde také uvažována přírážka za velikost obchodního závodu ve výši 1,8 % [16]. Poměr cizího a vlastního kapitálu je zde upraven tak, aby do jmenovatele vstupoval vlastní kapitál v tržní výši, a nikoli v účetní. Tato tržní hodnota vlastního kapitálu je dosazena zpětně a je převzata z kapitoly 10.3 Průměrné vážené náklady kapitálu (WACC). Společně s daňovou sazbou, která je zde uvažována ve výši efektivní daňové sazby, slouží pro úpravu koeficientu beta nezadlužená na beta zadlužená. Beta zadlužená je tedy vyšší než beta nezadlužená, neboť se zadluženým obchodním závodem jsou spjata i vyšší rizika. Náklady na vlastní kapitál tedy činí 12,77 %.

10.3 Průměrné vážené náklady kapitálu (WACC)

Pro výpočet průměrných vážených nákladů kapitálu je nutné znát strukturu financování, ta je zaznamenána v tabulce níže. Hodnota cizího kapitálu je ve výši bankovních úvěrů a vlastní kapitál zde vstupuje jako výsledná hodnota stanovení hodnoty obchodního závodu metodou DCF a EVA. Nejedná se tedy o hodnotu převzatou z účetnictví, nýbrž tato hodnota je zjištěna iterativním výpočtem tak, aby váha vlastního kapitálu zde odpovídala odhadu hodnoty vlastního kapitálu metodou DCF, resp. EVA.

Tabulka 76: Váhy jednotlivých položek vloženého kapitálu

[Zdroj: Vlastní zpracování dle: [57]]

WACC		
Váhy jednotlivých položek vloženého kapitálu	[tis. Kč]	Podíl
Vlastní kapitál	285 173	80,73%
Bankovní úvěry dlouhodobé	41 931	11,87%
Bankovní úvěry krátkodobé	26 160	7,41%
Cizí kapitál celkem	68 091	19,27%
Celkový zpoplatněný kapitál	353 264	100,00%

Diskontní míra průměrných vážených nákladů je stanovena ve výši 10,59 %.

Tabulka 77: Průměrné vážené náklady kapitálu

[Zdroj: Vlastní zpracování dle: [57]]

WACC	Váha	Náklad	Součin
Vlastní kapitál	80,73%	12,77%	10,31%
Cizí kapitál po dani	19,27%	1,46%	0,28%
Průměrné vážené náklady kapitálu (WACC)	10,59%		

11 NÁVRH VÝSLEDNÉHO OHODNOCENÍ OBCHODNÍHO ZÁVODU

Pro výpočet hodnoty obchodního závodu jsou zde využity dvě výnosové metody, které jsou blíže popsány v kapitole 1.11 Výnosové metody ohodnocení. Tyto metody při správné aplikaci vzorců podávají stejný výsledek, neboť mají společné předpoklady. Druhá metoda slouží tedy zejména pro ověření výsledku získaného první metodou.

11.1 Metoda DCF entity

V případě použití metody DCF entity je možné rozlišit dvě části prognózovaného budoucího období. V první části je zjišťováno volné cash flow obchodního závodu. Druhá část představuje výpočet pokračující hodnoty obchodního závodu, neboť je uvažován tzv. „going concern“.

Nejprve je tedy nutné vyčíslit volné cash flow, které je zde stanoveno jako Korigovaný provozní výsledek hospodaření po dani a odpisech včetně investic do provozně nutného dlouhodobého majetku a investic do provozně nutného pracovního kapitálu. Samotné investice do provozně nutného dlouhodobého majetku jsou vypočteny jako rozdíl provozně nutného dlouhodobého majetku roku t a roku $t-1$, následně jsou k nim přičteny i odpisy daného roku. V tabulce jsou vloženy se záporným znaménkem, neboť jsou od korigovaného provozního VH odečteny. Analogicky jsou vypočteny i investice do provozně nutného pracovního kapitálu s tím rozdílem, že tyto investice nezahrnují odpisy a místo provozně nutného dlouhodobého majetku je zde použit upravený pracovní kapitál. Výši provozně nutného dlouhodobého majetku a upraveného pracovního kapitálu je možné nalézt v příloze č. 4. Na závěr je nutné stanovit diskontní míru. Diskontní míra je stanovena ve výši průměrných vážených nákladů kapitálu, ty jsou dále diskontované na současnou hodnotu. Diskontované FCFF představuje součin FCFF a odúročitele pro diskontní míru. Výpočet volného cash flow pro 1. fázi je zaznamenán v následující tabulce.

Tabulka 78: Volné cash flow pro 1. fázi

[Zdroj: Vlastní zpracování dle: [57]]

Volné cash flow pro 1. fázi	2017	2018	2019	2020	2021
-----------------------------	------	------	------	------	------

Korigovaný provozní výsledek hospodaření	47 544	47 244	45 019	44 801	45 624
Upravená daň	9 572	9 512	9 064	9 020	9 186
Korigovaný provozní VH po dani	37 971	37 731	35 955	35 781	36 438
Odpisy	10 444	11 197	12 030	12 954	13 984
Úpravy o nepeněžní operace (změna rezerv)	0	0	0	0	0
Investice do provozně nutného dlouhodobého majetku	-13 363	-14 117	-14 949	-15 873	-16 903
Investice do provozně nutného prac. kapitálu	-1 695	-680	2 088	-1 059	-2 779
FCFF (free cash flow to firm)	33 357	34 132	35 123	31 802	30 740
Odúročitel pro diskontní míru (WACC):	0,9042	0,8176	0,7393	0,6685	0,6045
Diskontované FCFF k 1. 1. 2012	30 162	27 907	25 968	21 260	18 582

Průměrné tempo růstu je převzato z generátorů hodnoty. Celkové průměrné tempo růstu za minulost a plán představuje 44,54 %. Toto tempo růstu však není v žádném případě udržitelné. Proto je průměrné tempo růstu tržeb stanoveno ve výši průměrné inflace za období 2008 - 2021, neboť průměrný růst nominálního HDP je v tomto případě nižší, a to 1,87 %. Pro výpočet míry investic netto do DM a PK je nutné zjistit celkový investovaný kapitál v roce 2022, ten představuje součin celkového investovaného kapitálu roku 2021 a $(1 + g)$. Výsledná hodnota je zjištěna jako rozdíl takto zjištěného celkového investovaného kapitálu a celkového investovaného kapitálu roku předcházejícího. Tuto hodnotu je nutné podělit KPVH po dani roku 2022. Výpočet tohoto KPVH je analogický jako výpočet celkového investovaného kapitálu roku 2022. Výchozí hodnoty jsou uvedeny opět v příloze č. 4. Rentabilita investic netto představuje podíl tempa růstu a míry investic netto do DM a PK [17] .

Tabulka 79: Pokračující hodnota

[Zdroj: Vlastní zpracování dle: [57]]

Pokračující hodnota	
Tempo růstu g	1,97%
Míra investic netto do DM a PK	12,14%
Rentabilita investic netto	16,24%

Současná hodnota 1. fáze představuje součet diskontovaných FCFF. Na základě normalizovaného Gordonova vzorce je stanovena hodnota FCFF pro druhou fázi. Výše

pokračující hodnoty tak činí 378 727 tis. Kč. Tato hodnota je převedena na současnou hodnotu prostřednictvím odúročitele roku 2021. Provozní hodnota brutto představuje součet současné hodnoty 1. fáze a současné hodnoty 2. fáze. Provozní hodnota netto je očištěna o úročený cizí kapitál k datu ohodnocení. Pro výslednou hodnotu vlastního kapitálu je nutné přičíst i neprovozní majetek k datu ohodnocení, který je ve výši 444 tis. Kč. Výsledná hodnota vlastního kapitálu dle této metody je stanovena na 285 173 tis. Kč.

Tabulka 80: Výnosové ohodnocení – metoda DCF

[Zdroj: Vlastní zpracování dle [57]]

Výnosové ohodnocení k 1. 1. 2017 [v tis. Kč]	
Současná hodnota 1. fáze	123 880
Současná hodnota 2. fáze	228 940
Provozní hodnota brutto	352 820
Úročený cizí kapitál k datu ohodnocení	68 091
Provozní hodnota netto	284 729
Neprovozní majetek k datu ohodnocení	444
Výsledná hodnota vlastního kapitálu podle DCF	285 173

11.2 Metoda EVA entity

V případě metody EVA je opět výpočet rozdělen na dvě části. V první části je zjištěna diskontovaná hodnota EVA a v následující části pak pokračující hodnota obchodního závodu. V následující tabulce je uveden výpočet pro diskontovanou hodnotu EVA.

Tabulka 81: Eva diskontovaná [v tis. Kč]

[Zdroj: Vlastní zpracování dle: [57]]

EVA DISKONTOVANÁ [V TIS. KČ]	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
NOPAT	33 001	37 971	37 731	35 955	35 781	36 438	37 157
NOA (ke konci období)	210 085	214 699	218 299	219 130	223 109	228 807	233 318
WACC x NOAt-1		22 251	22 739	23 121	23 209	23 630	24 234
EVA		15 720	14 992	12 834	12 572	12 808	12 923
Odúročitel pro diskontní míru (WACC)		0,9042	0,8176	0,7393	0,6685	0,6045	

EVA diskontovaná		14 215	12 258	9 488	8 405	7 742	
-------------------------	--	---------------	---------------	--------------	--------------	--------------	--

NOPAT představuje stejnou hodnotu jako KPVH po dani. V roce 2022 se jedná o součin NOPAT 2021 a $(1 + g)$. NOA představuje provozně nutný investovaný kapitál. EVA představuje rozdíl NOPAT a $WACC \times NOA_{t-1}$, tato hodnota je dále převedena na současnou hodnotu prostřednictvím odúročitele. Výpočet odúročitele je analogický jako v případě metody DCF. V tabulce níže je opět uvedeno tempo růstu a míra investic netto, výpočet je analogický jako v případě metody DCF. Pokračující hodnota je stanovena jako podíl EVA roku 2022 a rozdílu WACC a tempa růstu.

Tabulka 82: Pokračující hodnota

[Zdroj: Vlastní zpracování dle: [57]]

Pokračující hodnota	
Tempo růstu	1,97%
Míra investic netto	12,14%
Pokračující hodnota [v tis. Kč]	149 920

Současná hodnota 1. fáze představuje součet EVA diskontovaných. Hodnota druhé fáze je stanovena jako pokračující hodnota převedena na současnou hodnotu prostřednictvím příslušného odúročitele. MVA představuje součet současných hodnot v jednotlivých fázích. Provozní hodnota brutto je součtem MVA a NOA k datu ohodnocení. Tato hodnota je následně očištěna o úročený cizí kapitál k datu ohodnocení. Opět je nutné přičíst neprovozní majetek. Výsledná hodnota vlastního kapitálu dle metody EVA je ve výši 285 173 tis. Kč. Jedná se tedy o stejný výsledek jako v případě předchozí metody.

Tabulka 83: Výnosové ohodnocení – metoda EVA

[Zdroj: Vlastní zpracování dle: [57]]

Výnosové ohodnocení k 1. 1. 2017 [v tis. Kč]	
Současná hodnota 1. fáze	52 108
Současná hodnota 2. fáze	90 626
MVA	142 735
NOA k datu ohodnocení	210 085
Provozní hodnota brutto	352 820
Úročený cizí kapitál k datu ohodnocení	68 091
Provozní hodnota netto	284 729

Neprovozní majetek k datu ohodnocení	444
Výsledná hodnota vlastního kapitálu podle EVA	285 173

Shrnutí návrhu výsledného ohodnocení obchodního závodu

Vzhledem k tomu, že na základě provedení strategické a finanční analýzy lze předpokládat tzv. „going concern“, byly použity dvě výnosové metody pro ohodnocení obchodního závodu. Primárně byla použita metoda DCF entity, která vedla k výslednému ohodnocení ve výši 285 173 tis. Kč. Toto ohodnocení lze považovat za přijatelné. Pro účely ověření správného použití jednotlivých matematických operací byla použita i metoda EVA entity. Ohodnocení prostřednictvím této metody vedlo ke stejnému výsledku jako ohodnocení prostřednictvím DCF entity. Je tedy zřejmé, že jednotlivé matematické operace byly aplikovány správně. Pro ověření adekvátnosti ohodnocení bylo nutné použít zcela jinou metodu, např. z majetkových metod. Další metody však nejsou použity, neboť odhad hodnoty prostřednictvím jiných metod není předmětem této diplomové práce.

ZÁVĚR

Diplomová práce se zabývá stanovením hodnoty obchodního závodu Agados, spol. s r. o. prostřednictvím výnosových metod. Tento závod se věnuje výrobě a prodeji přívěsů a činnostmi s tím souvisejícími.

Před přistoupením k samotnému odhadu hodnoty tohoto závodu byla provedena strategická analýza, jejímž cílem bylo zhodnotit vnější a vnitřní faktory ovlivňující společnost. Dále byla provedena finanční analýza. Prostřednictvím této analýzy bylo zjišťováno finanční zdraví ohodnocovaného obchodního závodu. Pro porovnání byla provedena i finanční analýza v rámci odvětví v členění CZ - NACE 29, CZ- NACE 29.20 a hlavního konkurenta společnosti Agados. Z provedených analýz bylo zjištěno, že společnost Agados se jeví jako perspektivní a nepotýká se s problémy v oblasti finančního zdraví.

Vzhledem k tomu, že byl prokázán na základě jednotlivých analýz předpoklad tzv. „going concern“, bylo následně přistoupeno k samotnému ohodnocení společnosti prostřednictvím výnosových metod. Nejprve bylo nutné rozčlenit majetek na tzv. provozně nutný a nenutný. Poté byla provedena analýza tržeb společnosti, které byly prognózované prostřednictvím tržního podílu v rámci odvětví CZ - NACE 29.20. Pro prognózu byla použita lineární regresní analýza. Prostřednictvím analýzy a prognózy generátorů hodnoty byl sestaven návrh finančního plánu. Na závěr byly stanoveny náklady kapitálu a bylo provedeno samotné ohodnocení společnosti metodou DCF a metodou EVA ve variantě entity. Prostřednictvím obou metod bylo dosaženo stejného výsledku a výsledná hodnota obchodního závodu byla stanovena ve výši 285 173 tis. Kč. Jedná se o objektivizovanou hodnotu obchodního závodu, která slouží v tomto případě zejména vlastníkům, lze využít například v případě potenciální žádosti o úvěr.

Cílem práce bylo stanovit odhad hodnoty společnosti Agados prostřednictvím výnosové metody DCF entity. Výsledného ohodnocení bylo prostřednictvím této metody dosaženo. Samotné výsledné ohodnocení obchodního závodu Agados předcházelo provedení jednotlivých analýz a stanovení návrhů plánů. Vzhledem ke všem krokům, které byly v rámci práce uskutečněny a vzhledem k samotnému výslednému ohodnocení, lze považovat všechny cíle práce za splněné.

SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY

- [1] Ekonomický vývoj na území České republiky. Historie ČNB: Česká národní banka [online]. ©2003-2017 [cit. 2017-11-15]. Dostupné z: http://www.historie.cnb.cz/cs/menova_politika/prurezova_temata_menova_politika/1_ekonomicky_vyvoj_na_uzemi_ceske_republiky.html.
- [2] MAŘÍK, Miloš. Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy. 3., upr. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2011. ISBN 978-80-86929-67-5.
- [3] KRABEC, Tomáš. Oceňování podniku a standardy hodnoty. Praha: Grada Publishing, 2009, 264 s. ISBN 978-247-2865-0.
- [4] RADVÁKOVÁ, Věra a Tomáš SIGMUND. Základy odborné práce. Praha: Oeconomica, nakladatelství VŠE, 2016. ISBN 978-80-245-2162-6.
- [5] ŠIROKÝ, Jan. Tvoříme a publikujeme odborné texty. Brno: Computer Press, 2011. ISBN 978-80-251-3510-5.
- [6] Zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník ze dne 5. listopadu 1991.
- [7] Nový občanský zákoník a jeho dopad do systému soukromého práva. *Sagit: právní a ekonomické nakladatelství* [online]. 2013 [cit. 2017-12-10]. Dostupné z: <http://www.sagit.cz/info/novy-obcansky-zakonik-a-jeho-dopad-do-systemu-soukromeho-prava>.
- [8] Zákon č. 89/2012 Sb., občanský zákoník ze dne 3. února 2012.
- [9] International Valuation Standards Council. *International Valuation Standards 2017* [online]. Norwich: Page Bros, 2017 [cit. 2017-12-10]. ISBN 978-0-9931513-0-9. Dostupné z: <http://www.cas.org.cn/docs/2017-01/20170120142445588690.pdf>.
- [10] SEDLÁČKOVÁ, Helena a Karel BUCHTA. *Strategická analýza*. 2., přeprac. a dopl. vyd. V Praze: C.H. Beck, 2006. C.H. Beck pro praxi. ISBN 80-717-9367-1.
- [11] JAKUBÍKOVÁ, Dagmar. *Strategický marketing: Strategie a trendy*. 2. rozšířené vydání. Praha: Grada Publishing, a. s., 2013. ISBN 978-80-247-4670-8.
- [12] DEDOUCHOVÁ, Marcela. *Strategie podniku*. Praha: C.H. Beck, 2001. C.H. Beck pro praxi. ISBN 80-717-9603-4.
- [13] MALLYA, Thaddeus. *Základy strategického řízení a rozhodování*. Praha: Grada, 2007. Expert (Grada). ISBN 978-80-247-1911-5.

- [14] KISLINGEROVÁ, Eva. *Oceňování podniku*. 2., přeprac. a dopl. vyd. Praha: C.H. Beck, 2001. C.H. Beck pro praxi. ISBN 80-717-9529-1.
- [15] KNÁPKOVÁ, Adriana, Drahomíra PAVELKOVÁ a Karel ŠTEKER. *Finanční analýza: komplexní průvodce s příklady*. 2., rozš. vyd. Praha: Grada, 2013. Prosperita firmy. ISBN 978-80-247-4456-8.
- [16] MAŘÍK, Miloš a Pavla MAŘÍKOVÁ. *Diskontní míra pro výnosové oceňování podniku*. Praha: Oeconomica, 2007. ISBN 978-80-245-1242-6.
- [17] DVOŘÁK, Antonín. *Odhad parametrů pokračující hodnoty v modelu DCF* [online]. [cit. 2018-01-29]. Dostupné z: <file:///C:/Users/pc/Downloads/8.pdf>.
- [18] REŽŇÁKOVÁ, Mária. *Finanční management*. Vyd. 2. Brno: Zdeněk Novotný, 2003. ISBN 80-214-2487-7.
- [19] O firmě. *Agados* [online]. 2018 [cit. 2018-01-29]. Dostupné z: <http://www.agados.cz/o-firme>.
- [20] Úplný výpis z obchodního rejstříku: AGADOS, spol. s r. o., C 4484 vedená u Krajského soudu v Brně. *Veřejný rejstřík a Sbírka listin - Ministerstvo spravedlnosti České republiky* [online]. 2015 [cit. 2018-01-29]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/rejstrik-firma.vysledky?subjektId=431441&typ=UPLNY>.
- [21] OSTRÝ, P. Informace o hospodaření společnosti [ústní sdělení]. Agados, spol. s r. o. Průmyslová 2081, 594 01 Velké Meziříčí. 20. 3. 2018.
- [22] Národní program pro přípravu na členství v EU. *Vláda České republiky* [online]. 2018 [cit. 2018-01-29]. Dostupné z: <https://www.vlada.cz/cz/clenove-vlady/historie-minulych-vlad/-narodni-program-pro-pripravu-na-clenstvi-v-eu--2--ekonomicka-kriteriia-2072/>.
- [23] Koncepce zahraniční politiky České republiky. *Vláda České republiky* [online]. 2018 [cit. 2018-01-29]. Dostupné z: <https://www.vlada.cz/cz/clenove-vlady/historie-minulych-vlad/-koncepce-zahranicni-politiky-ceske-republiky-2156/#a>.
- [24] Elektronická evidence tržeb od A do Z: Koho se týká elektronická evidence tržeb. *EET-Money* [online]. 2017 [cit. 2018-05-01]. Dostupné z: <http://eet.money.cz/koho-se-tyka-elektronicka-evidence-trzeb>.

- [25] CERKALOVÁ, J. Informace o hospodaření společnosti [ústní sdělení]. Agados, spol. s r. o. Průmyslová 2081, 594 01 Velké Meziříčí. 18. 2. 2018.
- [26] Hrubý domácí produkt (HDP) - Metodika. *Český statistický úřad* [online]. 2015 [cit. 2018-01-29]. Dostupné z: https://www.czso.cz/csu/czso/hruby_domaci_produk_t_-hdp-.
- [27] Hlavní makroekonomické ukazatele. *Český statistický úřad* [online]. 2018 [cit. 2018-02-28]. Dostupné z: https://www.czso.cz/csu/czso/hmu_cr.
- [28] Konvergenční program. *Ministerstvo financí České republiky* [online]. 2010, 16. 2. 2010 [cit. 2018-01-29]. Dostupné z: <http://www.mfcr.cz/cs/zahranicni-sektor/pristoupeni-cr-k-eurozone/konvergenzni-program/2010/konvergenzni-program-ceske-republiky-led-6934>.
- [29] Tiskové zprávy. *Ministerstvo financí České republiky* [online]. 2012, 31. 10. 2012 [cit. 2018-01-29]. Dostupné z: <http://www.mfcr.cz/cs/aktualne/tiskove-zpravy/2012/mf-zverejnuje-novou-makroekonomickou-pre-7178>.
- [30] Vývoj ekonomiky ČR v roce 2012. *Svaz obchodu a cestovního ruchu ČR* [online]. 2013, 18. 7. 2013 [cit. 2018-01-29]. Dostupné z: <http://www.socr.cz/clanek/clanek-6880/>.
- [31] Tiskové zprávy. *Ministerstvo financí České republiky* [online]. 2016, 14. 11. 2016 [cit. 2018-01-29]. Dostupné z: <http://www.mfcr.cz/cs/aktualne/tiskove-zpravy/2016/ceska-ekonomika-nadale-dynamicky-roste-26622>.
- [32] Makroekonomická predikce. *Ministerstvo financí České republiky* [online]. 2015, 29. 7. 2015 [cit. 2018-01-29]. Dostupné z: <http://www.mfcr.cz/cs/verejny-sektor/makroekonomika/makroekonomicka-predikce/2015/makroekonomicka-predikce-cervenec-2015-22137>.
- [33] Tiskové zprávy. *Ministerstvo financí České republiky* [online]. 2018, 31. 1. 2018 [cit. 2018-02-28]. Dostupné z: <http://www.mfcr.cz/cs/verejny-sektor/makroekonomika/makroekonomicka-predikce/2018/makroekonomicka-predikce-leden-2018-30908>.
- [34] Hrubý domácí produkt v tržních cenách. *Český statistický úřad* [online]. 2018 [cit. 2018-02-01]. Dostupné z: <http://apl.czso.cz/pll/eutab/html.h?ptabkod=tec00001>.
- [35] Národní účty a HDP. *Eurostat: Statistics Explained* [online]. 2017 [cit. 2018-02-01]. Dostupné z: <http://ec.europa.eu/eurostat/statistics->

explained/index.php/National_accounts_and_GDP/cs#Dal.C5.A1.C3.AD_infor
mace_z_Eurostatu.

- [36] Inflace, míra inflace - Metodika. *Český statistický úřad* [online]. 2017 [cit. 2018-01-29]. Dostupné z: https://www.czso.cz/csu/czso/kdyz_se_rekne_inflace_resp_mira_inflace.
- [37] Inflace - druhy, definice, tabulky. *Český statistický úřad* [online]. 2018 [cit. 2018-01-29]. Dostupné z: https://www.czso.cz/csu/czso/mira_inflace.
- [38] Měnověpolitické nástroje. *Česká národní banka* [online]. 2018 [cit. 2018-02-28]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/mp_nastroje/.
- [39] Dopad změn sazeb ČNB do ekonomiky. *Česká národní banka* [online]. 2018 [cit. 2018-01-29]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/vzdelavani/mp_clanky/kapitoly/mp_05.html.
- [40] Graf EUR/CZK. *Kurzy.cz* [online]. 2018 [cit. 2018-01-30]. Dostupné z: <https://www.kurzy.cz/kurzy-men/grafy/CZK-EUR/>.
- [41] Intervence ČNB - kurzový závazek Koruna/Euro za 27Kč/EUR. *Kurzy.cz* [online]. 2017 [cit. 2018-01-30]. Dostupné z: <https://www.kurzy.cz/intervence-cnb/>.
- [42] Daň z příjmu právnických osob. *Dům financí.cz* [online]. 2013 [cit. 2018-01-29]. Dostupné z: <https://dumfinanci.cz/clanky/4509-dan-z-prijmu-pravnickych-osob/>.
- [43] Zákon č. 235/2004 Sb., o dani z přidané hodnoty ze dne 1. dubna 2004.
- [44] Data on taxation. *European Commission* [online]. 2017 [cit. 2018-02-01]. Dostupné z: https://ec.europa.eu/taxation_customs/business/economic-analysis-taxation/data-taxation_en.
- [45] Čtvrtletní analýza VŠPS na aktuální téma - 2. čtvrtletí 2017. *Český statistický úřad* [online]. 2017 [cit. 2018-01-29]. Dostupné z: <https://www.czso.cz/csu/czso/ci/ctvrtletni-analyza-vsps-na-aktualni-tema-2-ctvrtleti-2017>.
- [46] Mzdy - vývoj mezd, průměrné mzdy 2018 - 10 let. *Kurzy.cz* [online]. 2017 [cit. 2018-01-29]. Dostupné z: <https://www.kurzy.cz/makroekonomika/mzdy/>.
- [47] Vývoj hlavních ekonomických a sociálních ukazatelů ČR. *Výzkumný ústav práce a sociálních věcí* [online]. 2017 [cit. 2018-01-30]. Dostupné z: http://www.vupsv.cz/index.php?p=economic_social_indicators.

- [48] The world factbook. *Central intelligence agency* [online]. 2017 [cit. 2018-01-30]. Dostupné z: <https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/fields/2012.html>.
- [49] Úroveň vzdělání obyvatelstva podle sčítání lidu. *Český statistický úřad* [online]. Praha, 2014, 23. prosince 2014 [cit. 2018-01-30]. Dostupné z: <https://www.czso.cz/documents/10180/20536250/17023214.pdf/7545a15a-8565-458b-b4e3-e8bf43255b12?version=1.1>.
- [50] Rychlý růst vzdělanosti žen. *Český statistický úřad* [online]. 2016, 3. 11. 2016 [cit. 2018-01-30]. Dostupné z: <https://www.czso.cz/documents/10180/36740468/czam110316analyza.pdf/37cd7812-3f3e-43f1-a364-3425f831df5d?version=1.0>.
- [51] Studenti stále nemají zájem o technické obory. *IROZHLAS* [online]. 2015, 3. prosince 2015 [cit. 2018-01-30]. Dostupné z: https://www.irozhlas.cz/zpravy-domov/studenti-stale-nemaji-zajem-o-technicke-obory-vlada-chce-oblast-v-pristim-roce-podporit_201512031832_akottova2.
- [52] Česká republika v mezinárodním srovnání. *Český statistický úřad* [online]. Praha, 2016, 19. 2. 2016 [cit. 2018-01-30]. Dostupné z: https://www.czso.cz/documents/10180/39997343/370002_15.pdf/b47eea4b-ef7c-428c-8d2e-be87f12dc06c?version=1.1.
- [53] Výzkum a vývoj. *Český statistický úřad* [online]. 2017 [cit. 2018-01-30]. Dostupné z: https://www.czso.cz/csu/czso/statistika_vyzkumu_a_vyvoje.
- [54] Česko investuje do vědy více peněz než většina nových členských států EU. *Český statistický úřad* [online]. 2016, 26. října 2016 [cit. 2018-02-01]. Dostupné z: <https://www.czso.cz/csu/czso/cesko-investuje-do-vedy-vice-penez-nez-vetsina-novych-clenskych-statu-eu>.
- [55] Nepřímá veřejná podpora výzkumu a vývoje. *Český statistický úřad* [online]. 2017 [cit. 2018-02-01]. Dostupné z: <https://www.czso.cz/csu/czso/neprima-verejna-podpora-vyzkumu-a-vyvoje>.
- [56] *Amadeus: A database of comparable financial information for public and private companies across Europe* [online]. 2018 [cit. 2018-03-16]. Dostupné z: <https://amadeus-bvdinfo-com.ezproxy.lib.vutbr.cz/version->

2018222/justloggedOut.serv?logout=N3H2F0RX0VC2TR7&product=amadeusneo&setlanguage=en.

- [57] Sbírka listin: AGADOS, spol. s r. o. *Veřejný rejstřík a Sbírka listin* [online]. 2015 [cit. 2018-03-16]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl-firma?subjektId=431441>.
- [58] Sbírka listin: VEZEKO s. r. o. *Veřejný rejstřík a Sbírka listin* [online]. 2015 [cit. 2018-03-16]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl-firma?subjektId=592929>.
- [59] Analytické materiály. *Ministerstvo průmyslu a obchodu* [online]. 2018 [cit. 2018-03-16]. Dostupné z: <https://www.mpo.cz/cz/rozcestnik/analyticke-materialy-a-statistiky/analyticke-materialy/>.
- [60] Vyhláška č. 341/2014 Sb., Ministerstvo dopravy o schvalování technické způsobilosti a o technických podmínkách provozu vozidel na pozemních komunikacích ze dne 19. prosince 2014.
- [61] *Panorama zpracovatelského průmyslu 2016* [online]. Praha: Ministerstvo průmyslu a obchodu, 2006- [cit. 2018-04-29]. ISBN 978-80-906942-1-7. Dostupné z: <https://www.mpo.cz/assets/cz/prumysl/zpracovatelsky-prumysl/panorama-zpracovatelskeho-prumyslu/2017/10/Panorama-2016-CZ.pdf>.
- [62] Investiční náročnost podle odvětví. *Vysoká škola ekonomická v Praze* [online]. [cit. 2018-04-05]. Dostupné z: <https://nb.vse.cz/~marik/publik/Investice/Investice.htm>.
- [63] *Český statistický úřad* [online]. 2018 [cit. 2018-04-05]. Dostupné z: <https://www.czso.cz/>.
- [64] MICHALÍKOVÁ, Eva. *Metodická příručka pro výuku předmětu Aplikovaná statistika*. Vysoké technické učení v Brně, 2016.
- [65] Current US Inflation Rates: 2008-2018. *US Inflation Calculator* [online]. 2018 [cit. 2018-04-05]. Dostupné z: <http://www.usinflationcalculator.com/inflation/current-inflation-rates/>.
- [66] *Damodaran online* [online]. 2018 [cit. 2018-04-05]. Dostupné z: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>.

[67] *U.S. DEPARTMENT OF THE TREASURY* [online]. 2018 [cit. 2018-04-05].
Dostupné z: <https://home.treasury.gov/>.

SEZNAM ZKRATEK

APV	Upravená současná hodnota
CK	Cizí kapitál
CZ	Cizí zdroje
CZ - ISCED	Klasifikace vzdělání
CZK	Česká měna
CZ - NACE	Klasifikace ekonomických činností
ČNB	Česká národní banka
ČOM	Čistý obchodní majetek
ČPK	Čistý pracovní kapitál
ČPP	Čisté peněžní prostředky
ČR	Česká republika
ČSN EN ISO	České technické normy
DCF	Diskontované peněžní tok (cash flow)
DHM	Dlouhodobý hmotný majetek
DM	Dlouhodobý majetek
DPH	Daň z přidané hodnoty
EBIT	Provozní výsledek hospodaření
EU	Evropská unie
EUR	Euro
EVA	Ekonomická přidaná hodnota
FCF	Volný peněžní tok
FCFF	Volný peněžní tok do firmy

HDP	Hrubý domácí produkt
IEZ	Index ekonomického zatížení
IVS	Mezinárodní oceňovací standardy
Kč	Koruna česká
KPVH	Korigovaný provozní výsledek hospodaření
MPO	Ministerstvo průmyslu a obchodu
MVA	Tržní přidaná hodnota
NOA	Čistá operační aktiva
NOPAT	Čistý operační zisk po zdanění
NOPBT	Čistý operační zisk před zdaněním
NOZ	Nový občanský zákoník
OA	Oběžná aktiva
PK	Pracovní kapitál
ROA	Rentabilita celkových aktiv
ROCE	Rentabilita celkového kapitálu
ROE	Rentabilita vlastního kapitálu
ROIC	Rentabilita celkového investovaného kapitálu
RONIC	Rentabilita čistých investic
ROS	Rentabilita tržeb
RP	Riziková prémie
RPT	Riziková prémie kapitálového trhu
RPZ	Riziková prémie země
SH	Současná hodnota

USA	Spojené státy americké
VH	Výsledek hospodaření
VK	Vlastní kapitál
WACC	Průměrné vážené náklady kapitálu
WC	Pracovní kapitál

SEZNAM TABULEK

Tabulka 1: Struktura výpočtu volného cash flow	49
Tabulka 2: Struktura výpočtu korigovaného provozního výsledku hospodaření	51
Tabulka 3: Struktura výpočtu FCFF	52
Tabulka 4: Výpočet NOPAT	56
Tabulka 5: Tržní hodnota vlastního kapitálu	56
Tabulka 6: Hrubý domácí produkt.....	66
Tabulka 7: Průměrná míra inflace v ČR	68
Tabulka 8: Úrokové sazby	69
Tabulka 9: Dlouhodobé úrokové sazby	69
Tabulka 10: Obecná míra nezaměstnanosti, zaměstnanost, míra dlouhodobé nezaměstnanosti	71
Tabulka 11: Průměrná měsíční nominální hrubá mzda	72
Tabulka 12: Index stárí, index ekonomického zatížení	73
Tabulka 13: Věková hranice pro dosažení starobního důchodu	73
Tabulka 14: Odvětvová struktura zaměstnanosti.....	74
Tabulka 15: Nejvyšší ukončené vzdělání obyvatel 15letých a starších podle údajů sčítání v letech 1950–2011	75
Tabulka 16: Počet obyvatel ve věku 25-64 let podle dosaženého stupně vzdělání v letech 1995, 2005, 2015	75
Tabulka 17: Výdaje na výzkum a vývoj v ČR.....	76
Tabulka 18: Vertikální analýza aktiv	85
Tabulka 19: Horizontální analýza aktiv - absolutní změna	86
Tabulka 20: Horizontální analýza aktiv - relativní změna.....	88
Tabulka 21: Vertikální analýza pasiv	89
Tabulka 22: Horizontální analýza pasiv - absolutní změna.....	90
Tabulka 23: Horizontální analýza pasiv - relativní změna	92
Tabulka 24: Vertikální analýza výkazu zisku a ztráty	93
Tabulka 25: Horizontální analýza výkazu zisku a ztráty - absolutní změna	94
Tabulka 26: Horizontální analýza výkazu zisku a ztráty - relativní změna.....	95
Tabulka 27: Ukazatele likvidity.....	97
Tabulka 28: Podíl čistého pracovního kapitálu na oběžných aktivech	98

Tabulka 29: Ukazatele rentability	99
Tabulka 30: Ukazatele aktivity	101
Tabulka 31: Ukazatele dlouhodobé finanční rovnováhy I.....	103
Tabulka 32: Ukazatele dlouhodobé finanční rovnováhy II	104
Tabulka 33: Rozdílové ukazatele.....	106
Tabulka 34: Altmanův model	107
Tabulka 35: Index IN05	108
Tabulka 36: Rozdělení dlouhodobého majetku [v tis. Kč]	112
Tabulka 37: Korigovaný provozní VH [v tis. Kč]	113
Tabulka 38: Tržby odvětví 2008 – 2016.....	114
Tabulka 39: Tržby Agados, spol. s r. o. 2008 – 2016.....	114
Tabulka 40: Pearsonův korelační koeficient.....	116
Tabulka 41: Prognóza trhu - regresní analýza 2017 – 2021	116
Tabulka 42: Prognóza trhu - vícenásobná regresní analýza, lineární analýza	118
Tabulka 43: Historická řada tržeb 2008 – 2016.....	119
Tabulka 44: Prognóza tržeb 2017 – 2021	120
Tabulka 45: Ziskové marže shora 2012 – 2016.....	120
Tabulka 46: Zisková marže zdola.....	121
Tabulka 47: Prognóza ziskové marže zdola	121
Tabulka 48: Doba obratu ve dnech [vztaženo k tržbám]	123
Tabulka 49: Doba obratu ve dnech [vztaženo k tržbám]	123
Tabulka 50: Upravený pracovní kapitál [tis. Kč]	124
Tabulka 51: Odhad investic netto pro růst tržeb v letech 2017 – 2021	125
Tabulka 52: Investiční náročnost růstu tržeb - nehmotný majetek.....	125
Tabulka 53: Investiční náročnost růstu tržeb – stavby	125
Tabulka 54: Investiční náročnost růstu tržeb - samostatné movité věci	126
Tabulka 55: Investiční náročnost růstu tržeb – pozemky	126
Tabulka 56: Investiční náročnost růstu tržeb – dlouhodobý finanční majetek	127
Tabulka 57: Zisková marže po dani.....	128
Tabulka 58: Předběžné ohodnocení – hodnota obchodního závodu brutto	129
Tabulka 59: Analýza citlivosti - faktor zisková marže	129
Tabulka 60: Analýza citlivosti - faktor diskontní míra.....	130

Tabulka 61: Plánovaný výkaz zisku a ztráty – KPVH.....	131
Tabulka 62: Plánovaný výkaz zisku a ztráty - nákladové úroky	131
Tabulka 63: Plánovaný výkaz zisku a ztráty - VH z neprovozního majetku.....	132
Tabulka 64: Plánovaný výkaz zisku a ztráty - VH za účetní období po dani	132
Tabulka 65: Plánovaná rozvaha – aktiva	132
Tabulka 66: Plánovaná rozvaha - pasiva	133
Tabulka 67: Plánovaný přehled o peněžních tocích - provozní činnost	134
Tabulka 68: Plánovaný přehled o peněžních tocích - investiční činnost.....	135
Tabulka 69: Plánovaný přehled o peněžních tocích - peněžní tok z provozního majetku celkem.....	135
Tabulka 70: Plánovaný přehled o peněžních tocích - nákladové úroky	135
Tabulka 71: Plánovaný přehled o peněžních tocích - neprovozní majetek	136
Tabulka 72: Plánovaný přehled o peněžních tocích - finanční činnost	136
Tabulka 73: Plánovaný přehled o peněžních tocích - peněžní tok celkem	137
Tabulka 74: Náklady na cizí kapitál	138
Tabulka 75: Náklady na vlastní kapitál	139
Tabulka 76: Váhy jednotlivých položek vloženého kapitálu.....	141
Tabulka 77: Průměrné vážené náklady kapitálu	141
Tabulka 78: Volné cash flow pro 1. fázi.....	142
Tabulka 79: Pokračující hodnota	143
Tabulka 80: Výnosové ohodnocení – metoda DCF	144
Tabulka 81: Eva diskontovaná [v tis. Kč].....	144
Tabulka 82: Pokračující hodnota	145
Tabulka 83: Výnosové ohodnocení – metoda EVA	145

SEZNAM GRAFŮ

Graf 1: Lineární trend regresní analýzy	117
---	-----

SEZNAM OBRÁZKŮ

Obrázek 1: Logo	62
Obrázek 2: Graf vývoje kurzu EUR/CZK	70

SEZNAM PŘÍLOH

Příloha č. 1: Rozvaha společnosti Agados, spol. s r. o. za období 2012 – 2016.....	I
Příloha č. 2: Výkaz zisku a ztráty společnosti Agados, spol. s r. o. za období 2012 – 2016	V
Příloha č. 3: Analýza a prognóza tržeb	VII
Příloha č. 4: Podklady pro výsledné ohodnocení	XIV

Příloha č. 1: Rozvaha společnosti Agados, spol. s r. o. za období 2012 – 2016

	AKTIVA [V TIS. KČ]	2012	2013	2014	2015	2016
	Aktiva celkem	228 349	220 860	225 882	249 197	275 101
B.	Dlouhodobý majetek	104 474	102 276	100 753	98 371	128 661
<i>B.I.</i>	<i>Dlouhodobý nehmotný majetek</i>	4463	2074	1831	1069	820
B.I.2.	Nehmotné výsledky výzkumu a vývoje	10		247	157	67
B.I.3.	Software	3 945	1 572	1 156	833	550
B.I.4.	Ocenitelná práva	288	317	198	79	
B.I.6.	Jiný dlouhodobý nehmotný majetek					
B.I.7.	Nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek	220	185	230		203
<i>B.II.</i>	<i>Dlouhodobý hmotný majetek</i>	94 102	93 756	95 956	94 410	124 950
B.II.1.	Pozemky	8 800	8 800	9 656	11 120	11 120
B.II.2.	Stavby	81 331	75 719	76 081	74 150	78 166
B.II.3.	Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	3 550	4 947	10 219	9 140	35 561
B.II.6.	Jiný dlouhodobý hmotný majetek					
B.II.7.	Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	421	4 290			103
B.II.8.	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek					
<i>B.III.</i>	<i>Dlouhodobý finanční majetek</i>	5 909	6 446	2 966	2 892	2 891
B.III.1.	Podíly – ovládaná osoba	2 277	2 484	2 511	2 448	2 447
B.III.2.	Podíly v účetních jednotkách pod podstatným vlivem					
B.III.3.	Ostatní dlouhodobé cenné papíry a podíly	1 045	1 140	455	444	444
B.III.5.	Jiný dlouhodobý finanční majetek	2 587	2 822			
B.III.6.	Pořizovaný dlouhodobý finanční majetek					
c.	Oběžná aktiva	122 547	117 812	124 662	150 724	146 440
<i>C.I.</i>	<i>Zásoby</i>	48 099	42 908	42 714	44 694	47 020
C.I.1.	Materiál	20 858	24 958	27 772	29 860	27 041
C.I.2.	Nedokončená výroba a polotovary	16 177	10 294	8 293	9 134	13 689

C.I.3.	Výrobky	9 184	7 309	6 605	5 684	5 189
C.I.5.	Zboží	1 880	347	44	16	1 101
C.I.6.	Poskytnuté zálohy na zásoby					
C.II.	Dlouhodobé pohledávky	0	0	0	0	0
C.II.1.	Pohledávky z obchodních vztahů					
C.II.2.	Pohledávky - ovládající a řídicí osoba					
C.II.5.	Dlouhodobé poskytnuté zálohy					
C.II.7.	Jiné pohledávky					
C.II.8.	Odložená daňová pohledávka					
C.III.	Krátkodobé pohledávky	66 224	67 532	71 451	93 075	87 217
C.III.1.	Pohledávky z obchodních vztahů	65 198	66 245	70 370	86 448	85 132
C.III.2.	Pohledávky – ovládaná nebo ovládající osoba					
C.III.4.	Pohledávky za společníky					
C.III.6.	Stát – daňové pohledávky					
C.III.7.	Krátkodobé poskytnuté zálohy	774	1 029	843	6 397	1 855
C.III.8.	Dohadné účty aktivní					
C.III.9.	Jiné pohledávky	252	258	238	230	230
C.IV.	Krátkodobý finanční majetek	8 224	7 372	10 497	12 955	12 203
C.IV.1.	Peníze	328	230	244	229	70
C.IV.2.	Účty v bankách	7 896	7 142	10 253	12 726	12 133
C.IV.3.	Krátkodobé cenné papíry a podíly					
C.IV.4.	Pořizovaný krátkodobý finanční majetek					
D. i.	Časové rozlišení	1 328	772	467	102	
D.I.1.	Náklady příštích období	1 328	772	467	102	
D.I.2.	Komplexní náklady příštích období					
D.I.3.	Příjmy příštích období					

	PASIVA [V TIS. KČ]	2012	2013	2014	2015	2016
	Pasiva celkem	228 349	220 860	225 882	249 197	275 101
a.	Vlastní kapitál	62 641	67 924	83 808	112 284	144 885
<i>A.I.</i>	<i>Základní kapitál</i>	5 000	5 000	5 000	5 000	5 000
A.I.1.	Základní kapitál	5 000	5 000	5 000	5 000	5 000
<i>A.II.</i>	<i>Kapitálové fondy</i>	0	0	0	0	0
A.II.1	Emisní ážio					
A.II.2.	Ostatní kapitálové fondy					
A.II.3.	Oceňovací rozdíly z přecenění majetku a závazků					
<i>A.III.</i>	<i>Fondy ze zisku</i>	1 000	1 000	1 000	1 000	1 000
A.III.1.	Rezervní fond	1 000	1 000	1 000	1 000	1 000
A.III.2.	Statutární a ostatní fondy					
<i>A.IV.</i>	<i>Výsledek hospodaření minulých let</i>	53 939	56 641	44 273	69 924	103 284
A.IV.1.	Nerozdělený zisk minulých let	53 939	56 641	44 273	69 924	103 284
A.IV.2.	Neuhrazená ztráta minulých let					
<i>A.V.</i>	<i>Výsledek hospodaření běžného účetního období (+/-)</i>	2 702	5 283	33 535	36 360	35 601
B.	Cizí zdroje	164 373	151 184	140 515	134 487	129 264
<i>B.I.</i>	<i>Rezervy</i>	0	0	0	0	0
B.I.1.	Rezervy podle zvláštních právních předpisů					
B.I.4.	Ostatní rezervy					
<i>B.II.</i>	<i>Dlouhodobé závazky</i>	0	0	0	0	0
B.II.1.	Závazky z obchodních vztahů					
B.II.9.	Jiné závazky					
B.II.10.	Odložený daňový závazek					
B.II.11	Dlouhodobé závazky z nebankovních půjček					
<i>B.III.</i>	<i>Krátkodobé závazky</i>	58 416	64 647	62 075	67 077	61 173
B.III.1.	Závazky z obchodních vztahů	54 138	59 168	49 840	56 701	51 661
B.III.4.	Závazky ke společníkům, členům družstva a k účastníkům sdružení	218	217	239	176	164
B.III.5.	Závazky k zaměstnancům	2 135	2 269	2 367	2 859	3 023
B.III.6.	Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění	1 378	1 491	1 565	1 818	1 894
B.III.7.	Stát – daňové závazky a dotace	364	1 309	7 757	5 160	1 782
B.III.8.	Krátkodobé přijaté zálohy		28	154	223	775
B.III.10.	Dohadné účty pasivní				-54	1 713

B.III.11.	Jiné závazky	183	165	153	194	161
B.IV.	Bankovní úvěry a výpomoci	105 957	86 537	78 440	67 410	68 091
B.IV.1.	Bankovní úvěry dlouhodobé	64 663	59 137	55 324	48 197	41 931
B.IV.2.	Krátkodobé bankovní úvěry	41 294	27 400	23 116	19 213	26 160
c. i.	Časové rozlišení	1 335	1 752	1 559	2 426	952
C.I.1.	Výdaje příštích období	1 335	1 752	1 559	2 426	952
C.I.2.	Výnosy příštích období					

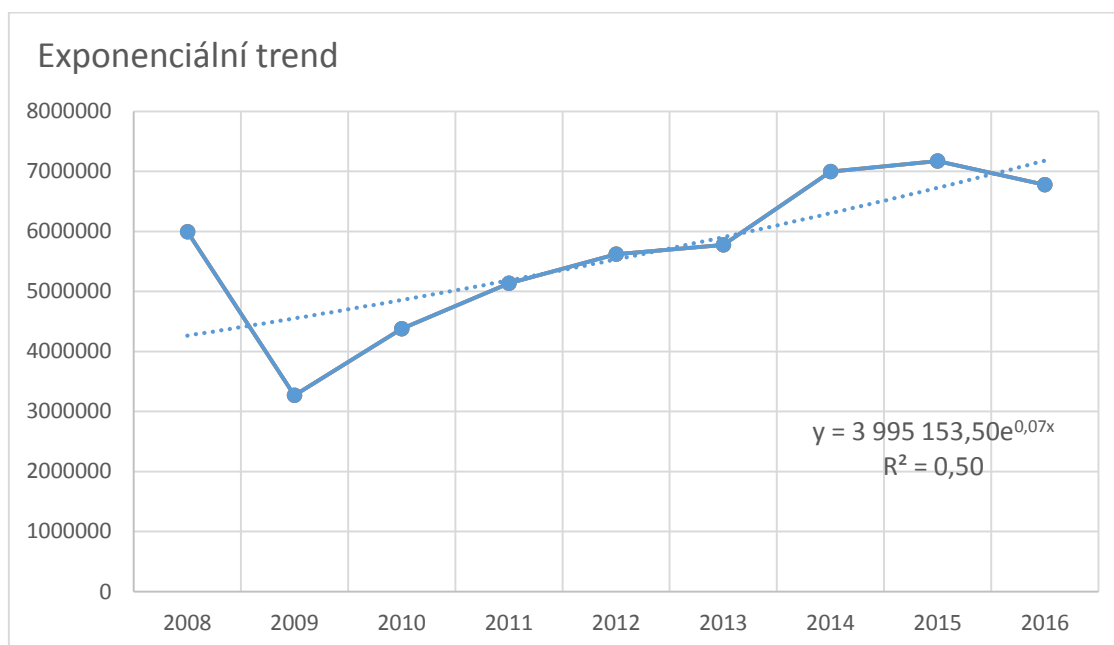
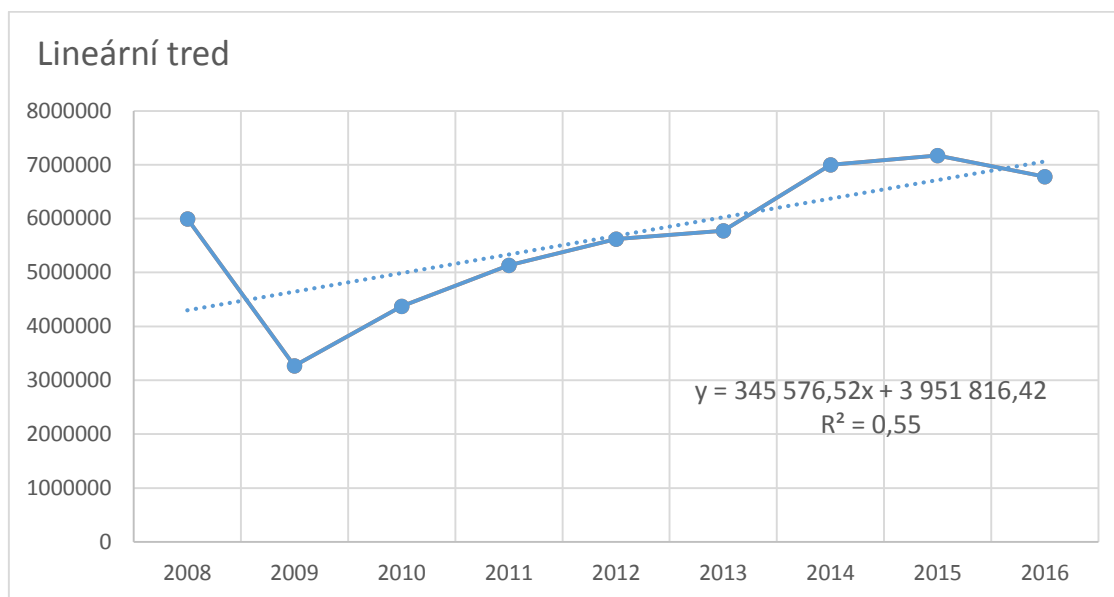
Příloha č. 2: Výkaz zisku a ztráty společnosti Agados, spol. s r. o. za období 2012 – 2016

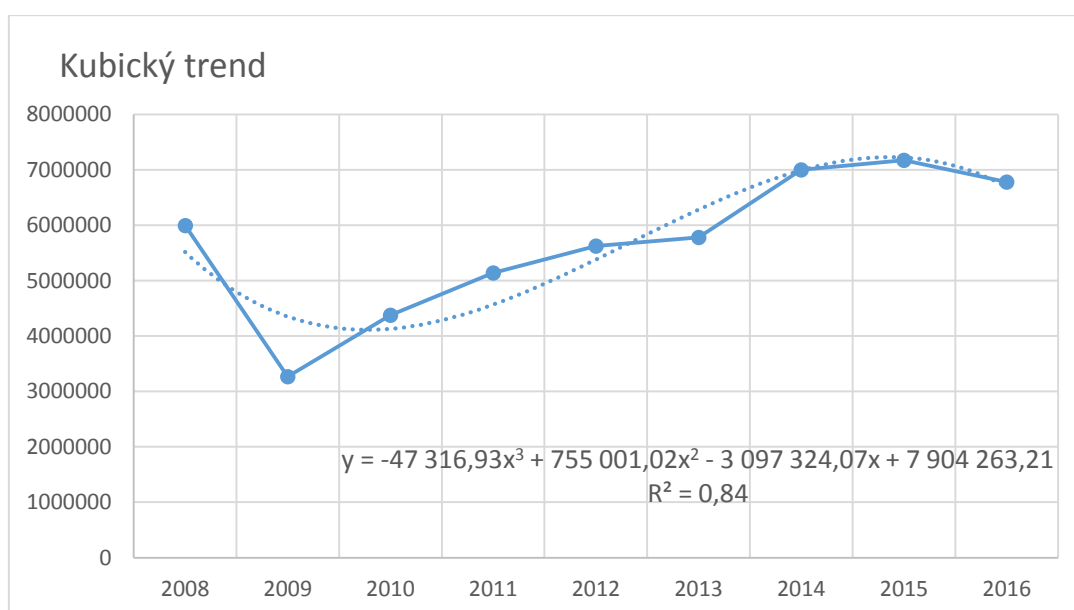
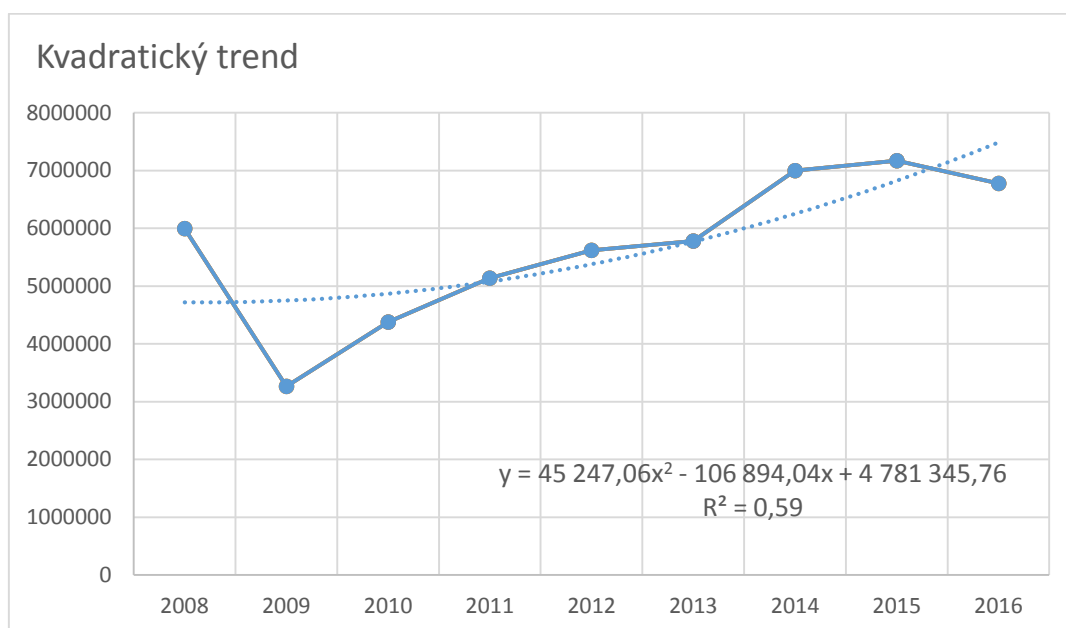
	VÝKAZ ZISKU A ZTRÁTY [V TIS. KČ]	2012	2013	2014	2015	2016
I.	Tržby za prodej zboží	75 273	50 705	12 364	72	818
A.	Náklady vynaložené na prodané zboží	63 284	39 850	5 061	63	778
+	obchodní marže	11 989	10 855	7 303	9	40
II.	Výkony	261 894	286 196	398 573	424 216	439 583
II.1.	Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	254 787	293 903	401 189	424 232	434 940
II.2.	Změna stavu zásob vlastní činnosti	7 093	-7 748	-2 632	-42	4 052
II.3.	Aktivace	14	41	16	26	591
B.	Výkonová spotřeba	203 247	216 191	289 238	299 694	301 780
B.1.	Spotřeba materiálu a energie	166 548	187 682	252 951	260 300	257 657
B.2.	Služby	36 699	28 509	36 287	39 394	44 123
+	přidaná hodnota	70 636	80 860	116 638	124 531	137 843
C.	Osobní náklady	57 575	57 072	63 103	68 774	75 222
C.1.	Mzdové náklady	42 180	41 711	46 157	50 382	55 303
C.2.	Odměny členům orgánů obchodní korporace			6	24	
C.3.	Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	14 904	14 795	16 331	17 719	19 327
C.4.	Sociální náklady	491	566	609	649	592
D.	Daně a poplatky	1 888	1 991	1 771	1 625	1 586
E.	Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	11 734	11 074	10 612	10 444	13 793
III.	Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu	20 942	22 834	22 904	28 228	28 611
III.1.	Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	236	1 165	1 007	50	204
III.2.	Tržby z prodeje materiálu	20 706	21 897	21 669	28 178	28 407
F.	Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu	10 952	18 683	16 737	22 624	23 280
F.1.	Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku					
F.2.	Prodaný materiál	10 952	18 683	16 737	22 624	23 280
G.	Změna stavu rezerv a opravných položek v provozní oblasti a komplexních nákladů příštích období	-201	642	-658	-24	2 493
IV.	Ostatní provozní výnosy	254	413	2 355	1 285	177

H.	Ostatní provozní náklady	827	4 082	6 918	3 150	3 606
I.	Převod provozních nákladů					
*	provozní výsledek hospodaření	9 057	10 563	43 414	47 451	46 651
VI.	Tržby z prodeje cenných papírů a podílů					
J.	Prodané cenné papíry a podíly					
VII.	Výnosy z dlouhodobého finančního majetku					
VII.1.	Výnosy z podílů v ovládaných osobách a v účetních jednotkách pod podstatným vlivem					
VII.3.	Výnosy z ostatního dlouhodobého finančního majetku					
VIII.	Výnosy z krátkodobého finančního majetku					
IX.	Výnosy z přecenění cenných papírů a derivátů					
L.	Náklady z přecenění cenných papírů a derivátů					
M.	Změna stavu rezerv a opravných položek ve finanční oblasti					
X.	Výnosové úroky	446	76	23	20	
N.	Nákladové úroky	3 478	2 603	1 622	1 410	1 233
XI.	Ostatní finanční výnosy	6 564	6 305	6 050	1 691	675
O.	Ostatní finanční náklady	9 009	7 621	6 591	2 860	1 517
*	Finanční výsledek hospodaření	-5 477	-3 843	-2 140	-2 559	-2 075
Q.	Daň z příjmů za běžnou činnost	878	1 438	7 739	8 532	8 975
Q 1.	– splatná	878	1 438	7 739	8 532	8 975
Q 2.	– odložená					
**	Výsledek hospodaření za běžnou činnost	2 702	5 282	33 535	36 360	35 601
R.	Mimořádné náklady					
*	Mimořádný výsledek hospodaření	0	0	0	0	0
***	Výsledek hospodaření za účetní období (+/-)	2 702	5 282	33 535	36 360	35 601
****	Výsledek hospodaření před zdaněním	3 580	6 720	41 274	44 892	44 576

Příloha č. 3: Analýza a prognóza tržeb

Prognóza trhu - analýza časové řady

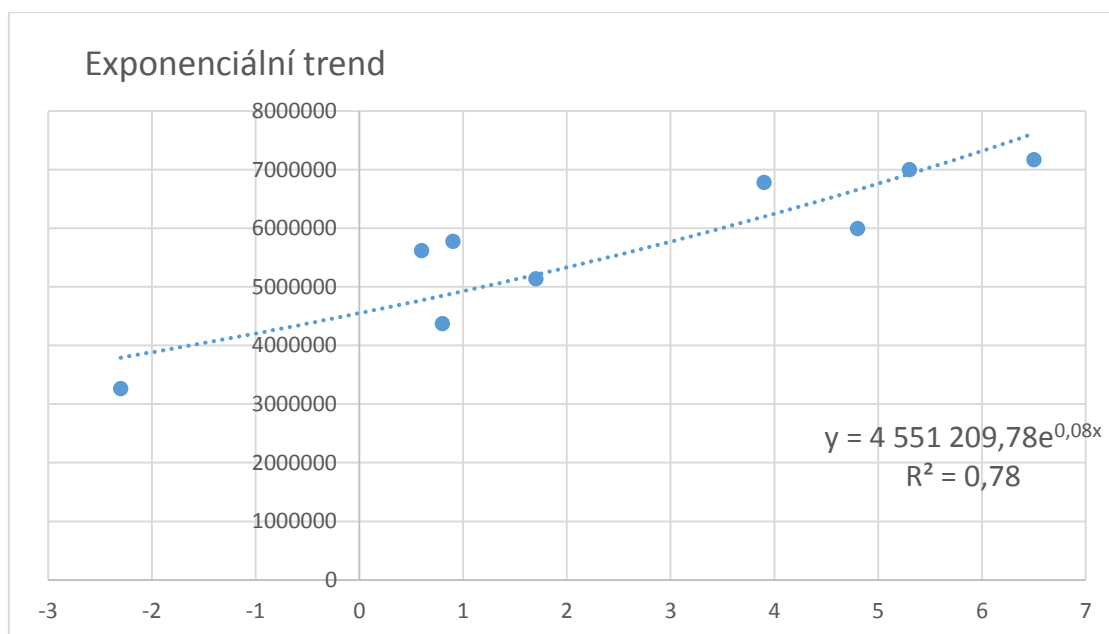
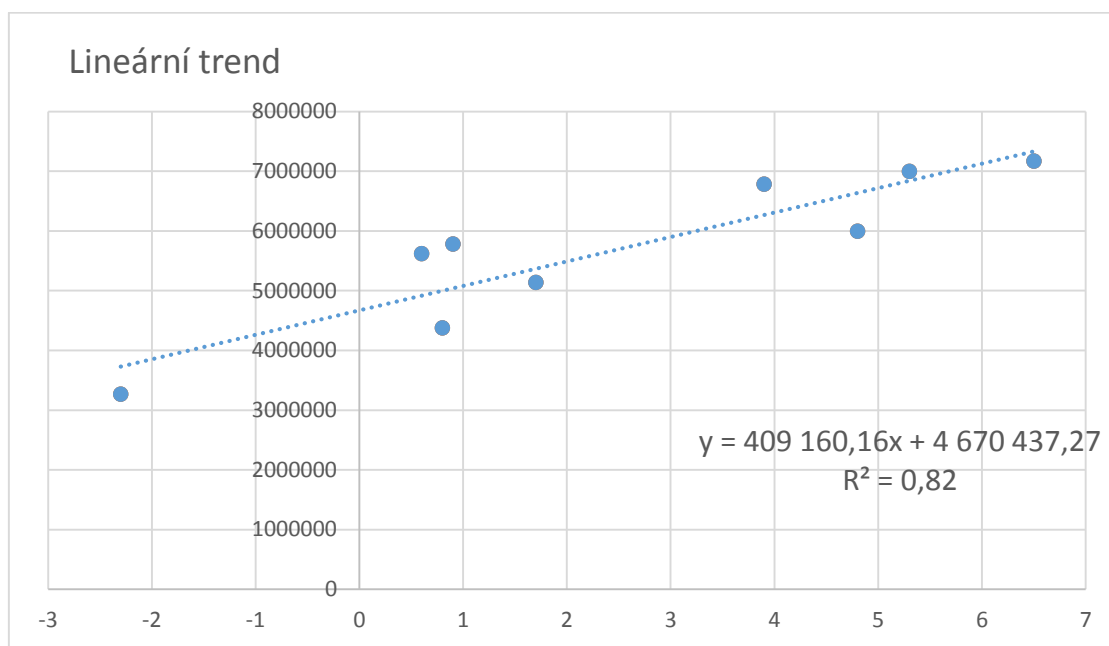




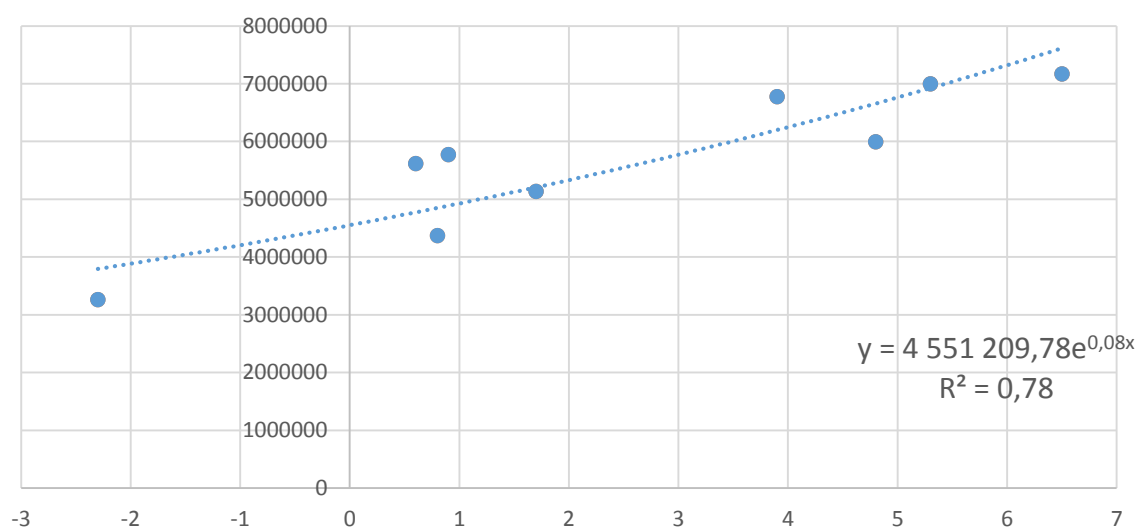
Prognóza trhu - analýza časové řady - teoretické hodnoty	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
lineární	4 297 393	4 642 969	4 988 546	5 334 123	5 679 699	6 025 276	6 370 852	6 716 429	7 062 005	7 407 582	7 753 158	8 098 735	8 444 311	8 789 888
meziroční růst [%]		8%	7%	7%	6%	6%	6%	5%	5%	5%	5%	4%	4%	4%
	6,41%									4,48%				
exponenciální	4 284 835	4 595 520	4 928 733	5 286 107	5 669 393	6 080 470	6 521 354	6 994 205	7 501 342	8 045 251	8 628 598	9 254 242	9 925 250	10 644 912
meziroční růst [%]		7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%
	7,25%									7,25%				
kvadratický	4 719 699	4 748 546	4 867 887	5 077 723	5 378 052	5 768 876	6 250 193	6 822 005	7 484 311	8 237 111	9 080 406	10 014 194	11 038 476	12 153 253
meziroční růst [%]		1%	3%	4%	6%	7%	8%	9%	10%	10%	10%	10%	10%	10%
	5,98%									10,18%				
kubický	5 514 623	4 351 084	4 129 743	4 566 700	5 378 052	6 279 899	6 988 338	7 219 468	6 689 387	5 114 195	2 209 988	-2 307 134	-8 721 073	-17 315 730
meziroční růst [%]		-21%	-5%	11%	18%	17%	11%	3%	-7%	-24%	-57%	-204%	278%	99%
	3,27%									18,36%				

	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	suma	max	sm. odchylka
lineární (teoretické hodnoty)	-28%	42%	14%	4%	1%	4%	-9%	-6%	4%	26%	42%	18%
exponenciální (teoretické hodnoty)	-29%	41%	13%	3%	1%	5%	-7%	-2%	11%	35%	41%	17%
kvadratický (teoretické hodnoty)	-21%	45%	11%	-1%	-4%	0%	-11%	-5%	10%	25%	45%	18%
kubický (teoretické hodnoty)	-8%	33%	-6%	-11%	-4%	9%	0%	1%	-1%	12%	33%	12%

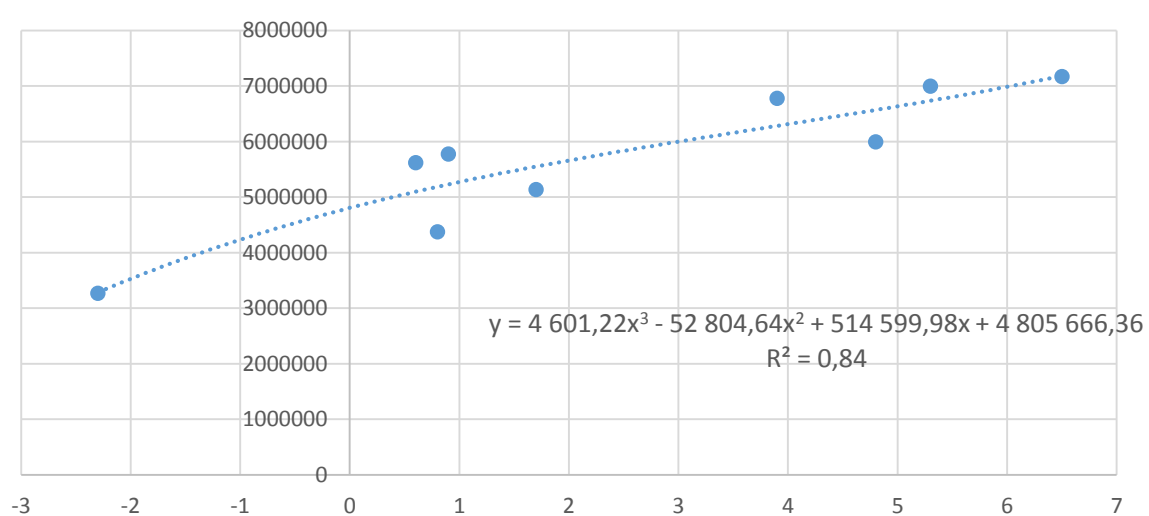
Prognóza trhu – regresní analýza



Kvadratický trend



Kubický trend



Prognóza trhu - regresní analýza (tržby trhu vs. HDP v b.c.)	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
lineární (teoretické hodnoty)	6 634 406	3 729 369	4 997 765	5 366 010	4 915 933	5 038 681	6 838 986	7 329 978	6 266 162	6 961 734	6 798 070	6 429 826	6 307 078	6 307 078
meziroční růst [%]		-44%	34%	7%	-8%	2%	36%	7%	-15%	11%	-2%	-5%	-2%	0%
	2,51%									0,28%				
exponenciální (teoretické hodnoty)	6 681 838	3 786 314	4 852 010	5 214 239	4 774 996	4 890 982	6 954 529	7 655 261	6 217 657	7 123 457	6 899 115	6 419 839	6 267 597	6 267 597
meziroční růst [%]		-43%	28%	7%	-8%	2%	42%	10%	-19%	15%	-3%	-7%	-2%	0%
	2,47%									0,42%				
kvadratický (teoretické hodnoty)	6 659 017	3 352 891	5 126 173	5 545 260	5 027 192	5 174 866	6 790 786	7 052 782	6 388 324	6 863 466	6 765 496	6 513 951	6 420 528	6 420 528
meziroční růst [%]		-50%	53%	8%	-9%	3%	31%	4%	-9%	7%	-1%	-4%	-1%	0%
	3,83%									0,17%				
kubický (teoretické hodnoty)	6 567 985	3 286 767	5 185 907	5 550 487	5 096 411	5 229 389	6 734 780	7 183 180	6 282 387	6 839 521	6 700 717	6 407 918	6 313 670	6 313 670
meziroční růst [%]		-50%	58%	7%	-8%	3%	29%	7%	-13%	9%	-2%	-4%	-1%	0%
	4,02%									0,20%				

	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	Suma	Max	Sm. odchylka
lineární (teoretické hodnoty)	11%	14%	14%	4%	-13%	-13%	-2%	2%	-8%	11%	14%	10%
exponenciální (teoretické hodnoty)	11%	16%	11%	2%	-15%	-15%	-1%	7%	-8%	7%	16%	11%
kvadratický (teoretické hodnoty)	11%	3%	17%	8%	-11%	-10%	-3%	-2%	-6%	8%	17%	9%
kubický (teoretické hodnoty)	10%	1%	19%	8%	-9%	-9%	-4%	0%	-7%	7%	19%	9%

Příloha č. 4: Podklady pro výsledné ohodnocení

Investovaný provozně nutný kapitál k 31.12.	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Provozně nutný dlouhodobý majetek	125 770	128 689	131 609	134 528	137 448	140 367	
Upravený pracovní kapitál	84 315	86 010	86 690	84 602	85 661	88 440	
Investovaný kapitál celkem	210 085	214 699	218 299	219 130	223 109	228 807	233 318
Korigovaný provozní VH	41 320	47 544	47 244	45 019	44 801	45 624	
Korigovaný prov. VH po upravené dani	33 001	37 971	37 731	35 955	35 781	36 438	37 157

Podklady pro odhad druhé fáze	2017	2018	2019	2020	2021	Průměr minulost	Průměr plán	Průměr celkem
Tempo růstu korigovaného provozního VH	15,06%	-0,63%	-4,71%	-0,48%	1,84%	87,08%	2,00%	44,54%
Míra investic netto	12,15%	9,54%	2,31%	11,12%	15,64%			
Rentabilita investic netto	16,12%	-11,05%	-141,53%	11,49%	40,22%			
Rentabilita investovaného kapitálu	18,07%	17,57%	16,47%	16,33%	16,33%			